DANIEL CROSBY

NGUYÊN TẮC CỦA THỊNH VƯỢNG

Nguyễn Linh *(Dịch)*

BẠCH VIỆT
NXB ĐẢN TRÍ

Duong Kobo's Book Club

Tủ sách Kỹ thuật số
dành cho
Kindle & Kobo

SCAN TO JOIN

NGUYÊN TẮC CỦA THỊNH VƯỢNG

Daniel Crosby Nguyễn Linh *dịch*

----------*----------

NHÀ XUẤT BẢN D N TRÍ

Số 9 - Ngõ 26 - Phố Hoàng Cầu - Q. Đống Đa - TP. Hà Nội

VPGD: Số 347 Đội Cấn - Quận Ba Đình - TP. Hà Nội

Đt: (024) 6686 0751 - (024) 6686 0752

Email: nxbdantri@gmail.com Website: nxbdantri.com.vn

Chịu trách nhiệm xuất bản:

BÙI THỊ HƯƠNG

Chịu trách nhiệm nội dung:

LÊ QUANG KHÔI

Biên tập: Vũ Thị Thu Ngân

Sửa bản in : Doãn Kỳ

Trình bày :Trần Thơm

Vẽ bia :Gia Long

Liên kết xuất bản **Công ty CP Sách Bách Việt**

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Số 9, ngõ 55/9 Huỳnh Thúc Kháng, phường Láng Hạ, quận Đống Đa, Tp. Hà Nội Tel: (024) 3776 5580 - Fax: (024) 37765579

Chi nhánh tại Thành phố Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: 233 Nguyễn Thượng Hiền, P.6, Q. Bình Thạnh, Tp. HCM

Tel/Fax: (028) 3517 1788

Website: http://www.bachvietbooks.com.vn

http://www.facebook.com/bachvietbooks.com.vn

In 3.000 cuốn, khổ 14,5x20,5 cm tại Công ty Cổ phần In Truyền thông Việt Nam. Địa chỉ: Khu thủ công nghiệp Lạc Trung, phường

Thanh Lương, quận Hai Bà Trưng, Hà Nội. Số xác nhận đăng ký xuất bản: 729-2019/CXBIPH/8-23/DT cấp ngày 08/03/2019 Quyết định xuất bản số: 729-08/QĐXB/NXBDT, ngày cấp 17/04/2019 Mã ISBN: 978-604-88-7434-6 In xong và nộp lưu chiểu năm 2019.

Lời khen ngợi

Mỗi khi muốn tìm kiếm những hiểu biết sâu sắc, trái với suy nghĩ thông thường về cách làm thế nào chúng ta có thể và nên ra quyết định đầu tư tốt hơn, tôi luôn tìm đến Daniel Crosby. Dù ông ấy xuất bản sách, viết blog hay đăng bài trên Twitter, tôi đều đọc hết. Tôi cũng không thấy có gì không ổn khi ông ấy bông đùa về nhược điểm của chúng ta và đưa ra khả năng giúp chúng ta sửa đổi tốt hơn. Cuốn sách này là một đóng góp tuyệt vời nữa cho sự nghiệp đầu tư vững vàng (và đúng mực)."

- Tiến sĩ Brian Portnoy, Trưởng phòng Đào tạo Nhà đầu tư của Virtus Investment Partners

"Nhà đầu tư cá nhân thường là kẻ thù nguy hiểm nhất của chính họ, có khi họ bán cổ phiếu đi trong khi đáng ra phải mua vào, hay tập trung vào sự thay đổi hàng ngày của cổ phiếu hoặc để cho các phương tiện truyền thông đẩy mình vào trạng thái hoảng loạn. Trong cuốn sách mới nhất của Tiến sĩ Daniel Crosby, ông đã chia nhỏ các bước của một bộ quy tắc dễ thực hiện nhằm giúp các nhà đầu tư duy trì lâu dài. Đừng để tâm trí hủy hoại kết quả đầu tư của bạn. Hãy đọc cuốn sách của ông và tự trang bị cho bản thân để chiến đấu với chính mình ngay từ hôm nay."

- LouAnn Lofton, The Motley Fool

"Tiến sĩ Daniel Crosby là một trong những nhà tâm lý học hành vi ưu tú trong lĩnh vực đầu tư hiện nay, và cuốn sách này cho thấy một nhà đầu tư có thể làm gì để quản lý thành công tài sản của mình. Với bộ quy tắc đơn giản, nhà đầu tư có thể dễ dàng xây dựng một khuôn khổ giúp họ trở nên giàu có, ngay cả khi bản năng con người cố gắng phá hoại đầu tư của họ. Hãy mau chóng đọc cuốn sách này!"

- Aaron Klein, CEO của Riskalyze

"Ngành công nghiệp dịch vụ tài chính đã dần bộc lộ điểm yếu và bỏ

qua yếu tố con người trong một thời gian dài. Các nhà đầu tư và cố vấn tài ba hiểu rõ rằng các yếu tố cảm xúc, quyết định và hành vi ít nhất cũng quan trọng như lợi nhuận lớn như Tiến sĩ Daniel Crosby giải thích rõ ràng trong Nguyên tắc của Thịnh vượng."

- David Geller, CEO, GV Financial

"Vạch ra mối quan hệ giữa những điều khiến con người cảm thấy hứng thú có thể làm cho chúng ta thất bại trong quản lý tiền ở trong thời kỳ khủng hoảng, Tiến sĩ Crosby cung cấp một nơi ẩn náu an toàn với khuôn phép để thành công của ông. Cuốn sách này không chỉ mang tính thông tin mà còn rất hấp dẫn bởi cách ông nhẹ nhàng phơi bày phương thức mà hành vi của con người tác động đến việc ra quyết định của chúng ta như thế nào."

- Noreen D. Beaman, CEO của Tập đoàn Brinker Capital

"Sử dụng những ví dụ thực tế sinh động và hấp dẫn, Tiến sĩ Crosby đưa ra cái nhìn sâu sắc về hành vi bẩm sinh của con người và vai trò của nó trong thị trường tài chính. Trong cuốn sách thú vị này, ông cung cấp một khuôn khổ thực tế vô giá cho các nhà đầu tư, những chuyên gia tài chính và bất cứ ai tìm kiếm sự giàu có bền vững."

- TS. Svetlana Gherzi, Chuyên gia Tài chính Hành vi, Ngân hàng UBS

"Hãy tránh xa chương trình CNBC và bước vào một liệu trình điều trị trong lĩnh vực tài chính! Mọi người đều nghĩ rằng "mua thấp, bán cao" là quy tắc đầu tiên (và duy nhất) của đầu tư. Điều tưởng như vô cùng dễ dàng này đã thúc đẩy hầu hết, nếu không muốn nói là tất cả các nhà đầu tư, nhưng rất nhiều nhà đầu tư lại không thể làm theo câu thần chú đơn giản này. Trong Nguyên tắc của Thịnh Vượng, Daniel Crosby đã giải thích tại sao chúng ta phải đấu tranh với các quyết định đầu tư dễ dãi, và gợi ý rằng quy tắc đầu tiên để đầu tư có lợi là phải thoát khỏi lối mòn của chính bạn."

- Meredith A. Jones, Tác giả cuốn *Women of The Street: Why Female, Money Managers Generate Higher Returns, (And How You Can Too)*

Về tác giả

Tốt nghiệp Trường Đại học Brigham Young và Trường Đại học Emory, Tiến sĩ Daniel Crosby là nhà tâm lý học, chuyên gia về tài chính hành vi và nhà quản lý tài sản. Ông đã áp dụng nghiên cứu tâm lý thị trường vào mọi thứ từ thiết kế sản phẩm tài chính đến lựa chọn cổ phiếu. Ông là đồng tác giả Cuốn sách bán chạy nhất của theo danh sách từ *New York Times mang tên Personal Benchmark: Integrating Behavioral Finance and Investment Management* và là người sáng lập ra Nocturne Capital. Ông cũng là lá cờ đầu đầu trong lĩnh vực tài chính hành vi. Những ý tưởng của ông đã xuất hiện trong *Huffington Post* và *Tạp chí Risk Management*, cũng như các mục báo hàng tháng trên *WealthManagement.com và Investment News.*

Daniel được vinh danh là một trong số "12 lý luận gia đáng quan tâm" bởi *Monster. Com* ; "Một blogger về tài chính nên đọc" bởi AARP và "Danh sách 40 lý thuyết gia xuất sắc dưới 40 tuổi trong lĩnh vực tài chính" bởi *Investment News.*

Khi không tư vấn về tâm lý học thị trường, Daniel thích các bộ phim độc lập, điên cuồng theo dõi đội bóng chày St. Louis Cardinals, và dành thời gian cho người vợ cùng ba con.

Những cuốn sách khác của Daniel Crosby

Everyone You Love Will Die (Tạm dịch: Mọi người bạn yêu thương đều ra đi)

Personal Benchmark: Integrating Behavioral Finance and Investment Management (đồng tác giả Chuck Widger) (Tạm dịch: Khung đánh giá cá nhân: Tích hợp quản lý đầu tư và tài chính hành vi).

NGUYÊN TẮC CỦA THỊNH VƯỢNG

Tâm lý học và bí quyết đầu tư thành công

Dành tặng Katrina, Charlotte, Liam, Nelle và ba thiên thần - cảm ơn về tất cả

Tiến sĩ Daniel Crosby là một trong những cái tên nổi tiếng nhất nghiên cứu về tài chính hành vi. Gần đây, theo bảng xếp hạng "40 lý thuyết gia xuất sắc dưới 40 tuổi" trong ngành quản lý đầu tư của tờ *Investment News* thì danh tiếng Tiến sĩ Crosby đã tăng vượt bậc nhờ cuốn *Nguyên tắc của Thịnh vượng.* Cuốn sách đã giải thích hết sức rõ ràng, tinh tế, đầy sáng tạo nguyên nhân tại sao và làm thế nào mà các nguyên tắc cơ bản của tài chính hành vi lại trở thành một phần không thể thiếu của quá trình quản lý đầu tư. *Nguyên tắc của Thịnh vượng* hữu ích với cả nhà đầu tư và cố vấn dày dạn kinh nghiệm cũng như người mới vào nghề.

Hầu hết những cuốn sách tuyệt vời và cuốn hút đều mô tả đời sống nội tâm phức tạp của chúng ta một cách đầy kịch tính. Khi đọc các cuốn sách đó, chúng ta bị rơi vào bi kịch của những số phận sinh ra từ sợ hãi, tham lam, nghịch lý, trớ trêu, chiến thắng và đau buồn, bệnh tật, tình yêu cùng hạn chế của con người. Tác giả, người đã kéo màn che và tiết lộ đời sống nội tâm của chúng ta xứng đáng được khen ngợi. Một tác giả như Crosby, người đã xuất sắc đưa vở kịch của con người vào quá trình quản lý đầu tư, chắc chắn càng đáng được tuyên dương vì đã làm cho mọi thứ trở nên ngắn gọn, rõ nét, sống động, hấp dẫn, thích đáng và đầy ý nghĩa.

Tiến sĩ Crosby làm được như vậy là nhờ thực hiện theo chỉ dẫn khôn ngoan của Leonardo da Vinci, Nassim Nicholas Taleb, Daniel Kahneman và Ben Carson. Những vĩ nhân này khuyên chúng ta nên giải quyết các vấn đề phức tạp bằng cách kiên định áp dụng một số quy tắc đơn giản. Thật nghịch lý khi tin rằng giải pháp tốt nhất cho các vấn đề phức tạp lại là những điều hết sức đơn giản. Sự thật này được làm sáng tỏ ngay từ trang đầu tiên của *Nguyên tắc của Thịnh vượng* thông qua câu chuyện về căn bệnh giun chỉ[1] không thể chữa khỏi. Trong khi tai họa này chưa được ngăn chặn ở châu Phi, thì sự lây lan, hay đúng hơn là tồn tại của nó đã bị chặn đứng bởi một giải pháp đơn giản qua việc phát hiện người nhiễm bệnh đã tắm chung với người không bị bệnh. Giải pháp là - người nhiễm bệnh cần tránh tắm ở nơi công cộng. Giải pháp đơn giản và nhẹ nhàng này lại rất hiệu quả vì mọi người đã biết quản lý hành vi của bản thân. Chắc bạn bắt đầu hiểu kỳ rồi, đúng không?

[1] Nguyên văn: Guinea Worm Disease hay Dracunculiasis, viết tắt GWD, là căn bệnh nhiễm trùng gây nên bởi ký sinh trùng Dracunculus medinensis. Bệnh lây qua đường nước uống có chứa ấu trùng giun Guinea, dạng chưa trưởng thành của sâu. GWD ảnh hưởng đến cộng đồng những

người nghèo tại các vùng xa xôi hẻo lánh của châu Phi do thiếu nguồn nước sạch.

Với sự hiếu kỳ của chúng ta, Tiến sĩ Crosby lại chuyển sang một nghịch lý khác, một nghịch lý hết sức trọng yếu mà các nhà đầu tư, bao gồm cả cá nhân và tổ chức, phải nắm bắt và làm chủ được nếu muốn thành công. Để tồn tại và bảo toàn sức mua của đồng tiền một cách thích đáng nhằm duy trì phong cách sống cá nhân như mong muốn, chúng ta phải đầu tư vào các tài sản rủi ro. Nhưng, tất cả chúng ta, từng người một, bất chấp mức độ tinh tế của mỗi người, đều không được chuẩn bị tâm lý phù hợp khi đầu tư vào tài sản rủi ro. Nhìn chung, do căn bệnh "sợ hãi và tham lam" khiến chúng ta lựa chọn và tham gia mua bán tài sản có xu hướng sở hữu tại các thời điểm sai lầm, cho dù chúng ta cần chúng để tồn tại. Đây là một vấn đề vô cùng phức tạp.

Giải pháp của Tiến sĩ Crosby cho vấn đề phức tạp này lại rất đơn giản và nhẹ nhàng. Ông gọi nó là Quy tắc đầu tư cơ bản (viết tắt là RBI - Rules Based Investing). RBI là một mô hình đầu tư gồm hai phần chính - khái niệm và quy trình khung, nhằm thực hiện hoặc áp dụng các kiến thức cần thiết. Trong phần I, chúng ta được tiếp cận mười Quy tắc để giàu có quan trọng mà nhà đầu tư cần nắm bắt và thực hành như là những yếu tố cần thiết của quá trình quản lý đầu tư. Được nghiên cứu và ghi chép cẩn thận, các nguyên tắc bất biến này trở nên sống động qua từng giai thoại và trích dẫn của những nhà đầu tư tài ba trong thời đại chúng ta cũng như thế hệ đi trước.

Quy tắc số 1. Làm chủ hành vi. Các nghiên cứu cho thấy rõ ràng hệ quả của hành vi sai lệch của chúng ta, chẳng hạn như các nhà đầu tư, các cá nhân thường xuyên mua bán sai thời điểm, từ đó làm đảo lộn danh mục đầu tư của bản thân.

Quy tắc số 2. Chúng ta cần các nhà cố vấn để uốn nắn hành vi sai lệch của bản thân. Theo nghiên cứu "Tăng thêm giá trị của bạn" của Vanguard và báo cáo "Alpha, Beta, and Now… Gamma" của Morningstar cho thấy số lượng các cố vấn, chẳng hạn cố vấn hành vi, đã tăng khoảng 2 - 3% mỗi năm. Trong suốt phần trình bày tám quy tắc tiếp theo, tác giả đã cho thấy sự thông thạo của mình trong lĩnh vực tài chính hành vi. Những quy tắc này là công cụ cần thiết giúp chúng ta kiểm soát và chỉ đạo 117 thiên hướng hành vi sẽ giúp các nỗ lực trong cuộc sống của chúng ta trở nên hữu ích, nhất là trong lĩnh vực đầu tư.

Tuy nhiên, như thế cũng chưa đủ. Đưa ra được một quy tắc hay một nguyên lý là không đủ. Chúng ta phải áp dụng hoặc thực hiện liên

tục các quy tắc đó mới đạt được kết quả như mong ước. Tôi biết cảm giác đau đớn vì thua lỗ thường mạnh mẽ gấp đôi so với niềm vui nhờ thành quả đạt được. Làm thế nào chúng ta kiểm soát tốt nhất xu hướng cảm xúc này và không bán ra khi thị trường xuống đáy? Đáp án nằm ở một phần hết sức quan trọng, đó là chúng ta phải đa dạng hoá yếu tố cần thiết của quá trình đầu tư. Song hiểu rõ xu hướng cảm xúc này cũng vẫn chưa đủ. Chúng ta phải biết cách chế ngự nó thông qua sự đa dạng hoá phù hợp. Và Polanyi, nhà triết học vĩ đại của khoa học đã nói rằng, điều quan trọng là chỉ khi thực hiện thành công quản lý rủi ro thông qua đa dạng hoá, chúng ta mới có thể rút ra bài học cho bản thân.

Trong Phần II, Tiến sĩ Crosby đưa ra một khung quy trình mà nếu kiên trì áp dụng sẽ mang lại thành công và kiến thức cho chúng ta, hoặc sự thành thạo cần thiết để có được kết quả tốt đẹp khi đầu tư vào tài sản rủi ro, đồng thời kiểm soát các hành vi sai lệch vốn thường làm hỏng nỗ lực đầu tư của chúng ta. Với lòng tin vào kỹ năng nghiên cứu phi thường và tính kỷ luật cao như một nhà khoa học xã hội uy tín, Tiến sĩ Crosby đã tạo ra một quy trình quản lý tích cực mà khi triển khai nghiêm túc sẽ mang lại tiềm năng cho cả việc lợi dụng hành vi mua sai lầm, và bảo vệ nhà đầu tư khỏi thua lỗ thê thảm thông qua hiểu biết sâu sắc về tâm lý đầu tư.

Quy trình quản lý tích cực này có tên là Đầu tư dựa trên quy tắc (viết tắt RBI: Rules Based Investing) hướng nhà đầu tư tập trung vào các tiêu chí đã được chứng minh là quan trọng trong quản lý đầu tư - đa dạng hoá, doanh số nhỏ và chi phí thấp. Nói một cách nghiêm túc, RBI đồng thời cũng bao gồm một phần các yếu tố trong quy trình của nó mà tác giả đã mô tả như tính nhất quán (consistency), rõ ràng (clarity), dũng cảm (courageousness) và chắc chắn (conviction). Ông đưa ra các lập luận rất thuyết phục rằng nguyên tắc 4C này đã chi phối năm nhân tố tâm lý chung của các hành vi xấu của chúng ta như: cái tôi, cảm xúc, thông tin, sự chú ý và tính bảo thủ. Không thể chối cãi rằng thông qua trình bày của tác giả về các hành vi này, chúng ta sẽ nhận rõ bản thân mình.

Và ẩn trong đó là bài học quan trọng rút ra từ cuộc tranh luận tuyệt vời, hấp dẫn, thấu đáo và hùng hồn nhằm lồng ghép tài chính hành vi vào quản lý đầu tư. Nó không chỉ mở ra con đường thu được lợi nhuận mơ ước, mà còn vẽ ra bức tranh toàn cảnh hành vi của con người, giúp chúng ta hiểu rõ bản thân hơn.

Tôi luôn học được những điều tuyệt vời từ Tiến sĩ Daniel Crosby và tin tưởng rằng các nhà đầu tư hay cố vấn khác cũng thế. Bạn hãy tự trải nghiệm nhé!

Chuck Widger, Tháng 7 năm 2016.

Lời giới thiệu

Tôi đã học cách ngừng lo lắng và đọc cuốn sách này như thế nào!

Quý độc giả thân mến, cuốn sách này được viết ra nhằm mục đích duy nhất là giúp bạn trở nên giàu có hơn. Sự thịnh vượng đó, nếu bạn tiến hành theo đúng hướng dẫn, thì chắc chắn sẽ thành hiện thực. Bạn sẽ phải kiên trì, thừa nhận sai lầm và đồng ý với quan điểm rằng một vài quy tắc đơn giản là niềm hy vọng lớn nhất của bạn để quản lý bản thân và tài sản của mình. Là một người bình thường, bạn luôn có xu hướng thiếu kiên nhẫn, kiêu ngạo và phức tạp hoá mọi chuyện, thì có lẽ bạn sẽ nổi đoá lên, cho rằng cuốn sách không phù hợp với mình. Nhưng, nó vẫn rất hữu dụng với bạn. Những nỗ lực của tôi để giúp bạn hoàn thiện bản thân gồm hai phần:

Phần 1: Giải thích các quy tắc cần thiết để làm chủ bản thân trong quá trình đi tới sự giàu có. Tôi đưa ra mười lời khuyên dựa trên hàng trăm năm lịch sử của thị trường, bắt nguồn từ một sự thật hiển nhiên rằng, bạn nên kiểm soát vấn đề quan trọng nhất (chẳng hạn như: hành vi).

Phần 2: Thiết lập trước một bộ phương pháp đầu tư hành vi dựa trên quy tắc (từ giờ chúng ta sẽ gọi là RBI). Phần 2 có thể được định nghĩa là một kênh chuyển tiếp từ tổng quát đến cụ thể, từ quản lý rủi ro đến sinh lợi. Bắt đầu bằng giả thiết một chuỗi rủi ro hành vi trực tiếp dẫn tới một cuộc thảo luận về phương pháp đầu tư dựa trên quy tắc, nhằm giảm thiểu các rủi ro nói trên. Kết thúc phần 2 là một cuộc đàm thoại về năm yếu tố cụ thể mà tôi đã đưa ra trong phương pháp RBI như là ví dụ về các ứng dụng tiềm năng.

Thông qua cuốn sách này, tôi sẽ giúp bạn tập trung vào ứng dụng

thực tế của những điều từng bị che giấu, và cuối mỗi chương sẽ có phần “Thực hành.” Phần này sẽ dẫn dắt cách bạn nên suy nghĩ, học hỏi và thực hiện như thế nào để có được bài học quý giá và ứng dụng chúng vào thực tế nhằm nâng cao khả năng đầu tư của bản thân.

Tôi cho rằng trường hợp mà các quy tắc chi phối thế giới của một nhà đầu tư khác biệt rất lớn với những quy tắc chi phối các lĩnh vực khác trong cuộc sống. Thành công trên thị trường phụ thuộc vào việc chúng ta có tuân theo đúng quy tắc của nó hay không và điều này lại được quyết định bởi sự am hiểu bản thân của chúng ta. Tôi hy vọng cuốn sách này sẽ giúp bạn vững mạnh hơn về mặt tài chính và nhận thức sâu sắc hơn về bản thân.

Lời nói đầu

Giun chỉ và Sự giàu có

"Tâm lý học dường như là lời giải đáp cho tất cả các giải pháp tiềm năng nhằm cải thiện thu nhập từ thị trường chứng khoán."

- Ben Stein và Phil DeMuth,

cuốn *The Little Book of Alternative Investments* [2]

(Tạm dịch: *Cuốn sách nhỏ về Các khoản đầu tư thay thế*)

[2] *Alternative Investments (AI) là cách thức đầu tư dựa trên nhiều loại tài sản khác nhau ngoài những loại đầu tư thông thường như cổ phiếu, trái phiếu và tiền mặt. Những loại tài sản này bao gồm: Đầu tư vào Quỹ đầu cơ (Hedge fund), Công ty tư nhân (Private Equity), Bất động sản, Hàng hóa và các loại hình đầu tư khác.*

Từ giun chỉ...

Miền Nam nước Mỹ là một vùng đất đáng tự hào và đôi khi cũng rất phiền phức bởi nền ẩm thực độc đáo, chất giọng không thể nhầm lẫn cùng sự ấm áp cả về tình người và khí hậu. Tôi là một người con của vùng đất kỳ lạ và tuyệt vời đó, một người Alabama chính cống hiện đang sống tại Atlanta - thủ phủ của miền Nam.

Atlanta có rất nhiều điều kỳ thú: là quê hương của hai giải Nobel Hoà bình - Martin Luther King, Jr. và Jimmy Carter; là thành phố duy nhất của Mỹ hai lần bị hoả hoạn thiêu rụi hoàn toàn và là nơi tổ chức Thế vận hội mùa hè 1996. Nhưng có lẽ ấn tượng hơn cả, Atlanta chính là cái nôi nghiên cứu dịch tễ học của thế giới với Trung tâm kiểm soát và phòng ngừa bệnh (CDC) và Trung tâm Carter.

CDC tự hào với hơn 14.000 nhân viên tại 50 quốc gia và là mũi nhọn chống lại các căn bệnh truyền nhiễm trong nước và quốc tế. Trung

tâm Carter, di sản từ thiện của tổng thống Mỹ Jimmy Carter, đã đưa ra phương châm đầy tham vọng: Gìn giữ hoà bình. Chống lại bệnh tật. Khơi nguồn hy vọng.

Mặc dù cả hai trung tâm đều hoạt động rất cần mẫn, nhưng có vẻ công việc của họ mới chỉ dừng ở chỗ thu hút sự chú ý của người dân tới các dịch bệnh nguy hiểm như HIV/AIDS, SARS, cúm gia cầm và gần đây nhất là virus Ebola. Với cái tên ấn tượng được giật tít trên các trang nhất (đang nói mày đó, bệnh Bò điên), những dịch bệnh này luôn nhận sự quan tâm của công chúng. Một số chương trình có ảnh hưởng nhất của các tổ chức này đã có tác động trên diện rộng. Một trong số các chiến dịch như vậy là nỗ lực loại trừ giun chỉ do Tiến sĩ Donald Hopkins chỉ đạo.

Để nhận biết đầy đủ tầm quan trọng của công trình do Tiến sĩ Hopkins cùng nhóm của ông đã thực hiện tại trung tâm Carter, trước tiên chúng ta phải hoàn thành nhiệm vụ khó khăn là hiểu rõ tác hại của loài ký sinh Dracunculus hay thường được biết đến là giun chỉ (rất khó chịu đấy). Giun chỉ là loài ký sinh trong mô lớn nhất và có thể dài đến ba feet (tương đương 1 mét). Chúng cũng sinh sản rất nhanh chóng, một con cái trưởng thành có thể chứa tới ba triệu phôi, một con số đáng kinh ngạc. Tổ chức Y tế Thế giới đã mô tả đặc điểm, “loài ký sinh trùng này di chuyển qua các mô dưới da của nạn nhân, gây ra các cơn đau khủng khiếp, nhất là khi xâm nhập vào khớp xương. Cuối cùng chúng sẽ chui ra ngoài (đa số là qua bàn chân), gây ra chứng phù thũng hết sức đau đớn kèm các vết lở loét đi cùng cơn sốt, buồn nôn và nôn mửa.” Ôi!

Vấn đề còn phức tạp hơn, bởi chính phương thức nhằm làm dịu cơn đau tồi tệ này lại làm tăng nguy cơ truyền nhiễm. Trong nỗ lực đầy tuyệt vọng để giảm bớt sự đau đớn, người bệnh thường tìm tới các nguồn nước và ngâm phần chân tay chứa đầy giun xuống đó. Kết quả tức thì đối với bệnh nhân là rất khả quan - họ sẽ thấy mát lạnh ở vết thương và đỡ đau nhức trong chốc lát. Tuy nhiên, sự cứu rỗi ngắn ngủi với một cá nhân sẽ gây ra thiệt hại cho rất nhiều người khác, bởi vì lúc này lũ giun chỉ đã chui vào trong nước, môi trường sinh sản ưa thích của chúng. Giờ chắc bạn cũng đã đoán ra, đám ký sinh trùng sinh sôi nhanh chóng trong nước, rồi lại xâm nhập vào trong cơ thể những người đã uống nguồn nước đó, và rồi họ lại trở lại nguồn nước để giảm đau, chu kỳ cứ thế tiếp diễn.

Nhưng những hậu quả tiêu cực với xã hội lớn hơn rất nhiều so với cơn đau thể chất (nói thì dễ lắm ấy). Cuốn sách *Influencer: The Power to Change Anything* đã mô tả các hệ quả đó như sau:

“Người bệnh không thể làm việc trong nhiều tuần lễ. Khi cha mẹ bị đau đớn, lũ trẻ sẽ phải nghỉ học để giúp việc nhà. Hoa màu không được gieo trồng. Mùa màng thất bát. Kéo theo nạn đói. Thế hệ tiếp theo vẫn sẽ lặp lại vòng luẩn quẩn của nghèo đói và mù chữ. Thông thường người bệnh có thể chết vì nhiễm trùng thứ cấp do ký sinh trùng gây ra. Kết quả là, trải qua hơn 3.500 năm, bệnh giun chỉ vẫn là rào cản lớn đối với sự phát triển kinh tế và xã hội ở hàng chục quốc gia.”[3]

[3] J. Grenny, K. Patterson, D. Maxfield, R. McMillan and A. Switzler, Influencer: The Power to Change Anything (McGraw-Hill Education, 2013), 17.

Lúc này chúng ta dễ dàng nhận thấy Tiến sĩ Hopkins cùng nhóm của ông đã tuyên chiến với một kẻ thù ghê gớm khi khởi động chiến dịch chống lại bệnh giun chỉ năm 1986. Nhưng kế hoạch chiến đấu của họ chưa phải là điều tuyệt vời nhất. Thay vì nỗ lực tập trung vào việc chữa bệnh, họ đã tìm cách thay đổi hành vi của con người nhằm ngăn chặn bệnh lan rộng. Và nhờ vậy họ đã làm được điều mà rất nhiều người cho rằng không thể - gần như tiêu diệt hoàn toàn một căn bệnh mà không cần tới một phương thuốc cụ thể nào.

Cách thức họ tiến hành để đạt được thành công không tưởng này lại diễn ra hết sức trực quan: họ kiểm tra những ngôi làng không bị nhiễm bệnh, lưu ý một số hành vi quan trọng và công bố rộng rãi phát hiện của mình. Cụ thể các hành vi đó như sau (nếu đã từng sống ở một nước đang phát triển bạn sẽ hiểu rõ tầm quan trọng của chúng):

1. Người dân sống trong các ngôi làng khoẻ mạnh phải luôn sẵn sàng thông báo cho mọi người khi bạn bè, người thân hay hàng xóm của họ bị nhiễm bệnh.

2. Người bệnh phải được giữ tránh xa nguồn nước chung trong giai đoạn đau đớn nhất (chẳng hạn như lúc giun chui ra ngoài qua da).

Bằng cách quy định hoá hai hành vi quan trọng này và cho mọi người thấy hiệu quả của chúng, Tiến sĩ Hopkins và nhóm của ông đã mang lại sức khoẻ dồi dào về thể chất, tinh thần và kinh tế cho hàng triệu người. Nghiên cứu của họ có tầm ảnh hưởng to lớn, song giải pháp lại vô cùng đơn giản; hầu như họ chẳng làm gì mang tính đột phá đặc biệt mà vẫn cứu được thế giới thoát khỏi thảm hoạ này. Chỉ nhờ Tiến sĩ Hopkins hiểu được sức mạnh của một số hành vi quan trọng, rồi áp dụng rộng rãi và nhất quán mà thôi.

… đến lợi nhuận khổng lồ

Dường như chẳng có bất kỳ dính líu gì giữa sự giàu có của bạn với một loài ký sinh trùng nhiệt đới cả (hoặc nó quá kinh tởm để so sánh), nhưng thực ra chúng ta có thể rút ra được nhiều bài học từ công cuộc loại trừ căn bệnh này. Trước tiên chúng ta phải thừa nhận rằng, thực tế các nhà đầu tư đang mắc phải một căn bệnh mà không có và sẽ không bao giờ có phương thuốc cứu chữa. Căn bệnh đó chính là nỗi sợ hãi và lòng tham. Tôi hy vọng rằng sau khi đọc xong cuốn sách này, bạn cũng sẽ bị thuyết phục như tôi rằng tâm lý chính là trở ngại lớn nhất đối với cả lợi nhuận thoả đáng từ đầu tư, đồng thời cũng là lợi thế tiềm năng nhất của bạn để đánh bại các nhà đầu tư khác kém kỷ luật hơn.

Thứ hai, bạn phải đồng ý rằng cách duy nhất để tiêu diệt căn bệnh sợ hãi và tham lam này là tuân thủ tuyệt đối một nhóm các hành vi sống còn. Cũng giống những hành vi đã giúp giải thoát dân làng, các hành vi ở đây cũng rất đơn giản, trực quan, dễ nắm bắt nhưng sẽ đau thấu xương khi thực hiện. Nó có dễ hiểu như việc một người nhiễm bệnh không nên tiếp cận nguồn nước không? Tất nhiên rồi. Liệu có dễ làm trong lúc cơ thể bạn đang đau đớn không? Không đời nào.

Tương tự như vậy, các ý tưởng bạn tìm thấy ở cuốn sách này trong giây phút tỉnh táo nào đó xứng đáng nhận được cái gật đầu mạnh mẽ. Nhưng khả năng thực hiện chúng theo đúng kỷ luật của bạn trong mọi điều kiện thị trường sẽ quyết định hiệu quả của chúng. Một người dân bình thường biết không được nhúng chân xuống nước mà vẫn làm thì cũng chẳng hơn một người không biết gì, các nhà đầu tư cũng vậy. Giống như người dân, chỉ khi học được cách chịu đựng đau đớn hôm nay để xây dựng ngày mai tốt đẹp hơn thì chúng ta mới trở thành nhà đầu tư thực thụ.

Vượt qua rào cản "Hãy nói không"

Dường như bản chất con người là thường thích thú môn học gọi là bệnh lý học. Sigmund Freud bắt đầu nghiên cứu tâm lý con người bằng cách xây dựng các tình huống khiến họ rơi vào tuyệt vọng (ví dụ: liên quan đến Mẹ) và các quy tắc của phương pháp phân tâm học này tiếp tục được áp dụng trong suốt hơn một thế kỷ. Đó là khoảng thời gian 150 năm trước khi tâm lý học lâm sàng được hoàn chỉnh bằng một phương pháp mà ngày nay chúng ta gọi là tâm lý học tích cực - nghiên cứu về những điều khiến con người hạnh phúc, mạnh mẽ và phi thường.

Có lẽ chẳng có gì đáng kinh ngạc khi tài chính hành vi cũng bắt đầu

với một nghiên cứu về sự bất thường và chỉ mới dần chấp nhận quan niệm tập trung hơn vào giải pháp. Mặc dù xem xét kỹ lưỡng quá trình chuyển đổi từ cách tiếp cận hiệu quả sang tiếp cận hành vi không phải là lý do tại sao chúng ta lại ở đây, nhưng vẫn xứng đáng để cân nhắc cơ sở của ý tưởng này và làm thế nào chúng ta có thể cải thiện chúng.

Trong nhiều thập kỷ, các lý thuyết kinh tế phổ biến đã tán thành quan điểm "Con người Kinh tế" với đặc điểm lý trí, tối đa hoá lợi ích và tư lợi. Với những giả định đơn giản này (mà thường không thực tế), các nhà kinh tế học đã xây dựng một mô hình toán học vượt trội song lại khó ứng dụng trong thực tiễn. Nó đã rất hiệu quả cho đến khi không còn phù hợp nữa. Bị kích động bởi niềm tin vào khả năng dự đoán của con người Kinh tế, những người Thông minh nhất đã mạo hiểm "nhặt vài đồng xu nhỏ ngay trước mũi xe ủi"[4] - cho đến khi chúng bị ủi phẳng hoàn toàn.

[4] Hàm ý: chấp nhận rủi ro lớn chỉ để có được tỷ suất lợi nhuận nhỏ bé.

Với ưu thế của các quỹ đầu tư mạo hiểm, sự mê muội kỳ quặc cùng những vụ phá sản và các chứng cứ ngày càng nhiều về tính phi lý của loài người, Con người Kinh tế dần nhường chỗ cho Con người Ảo tưởng. Nhóm ủng hộ lý thuyết hành vi bắt đầu ghi chép lại sai lầm của các nhà đầu tư cũng như những người từng nhiệt tình ủng hộ lý thuyết hiệu quả thị trường để bảo vệ sự khôn ngoan chung của đám đông. Theo ghi nhận gần đây nhất thì các nhà tâm lý học cùng các nhà kinh tế học đã ghi chép 117 sai lầm có thể ảnh hưởng xấu tới quyết định tài chính sáng suốt. Có tới *một trăm mười bảy* khả năng khác nhau khiến bạn mắc sai lầm.

Vấn đề của triết lý Tháp Ngà[5] này là nó chẳng có điểm nào hữu dụng với các nhà đầu tư. Đối với các nhà tâm lý học lâm sàng, chẩn đoán là cần thiết, nhưng lại không phải là phần trọng yếu trong quá trình điều trị. Nếu một giờ trị giá 200 USD của ông ta không giúp xác định bệnh lý của bạn và chỉ cho bạn lối thoát, thì ngược lại cái mà phần lớn các lý thuyết tài chính hành vi mang đến cho công chúng đầu tư là: quá nhiều căn bệnh và bế tắc về giải pháp.

[5] Nguyên gốc là Ivory Tower: nghĩa bóng là thế giới cao siêu, xa vời của tri thức sách vở và ý nghĩa chủ quan mà trong đó các nhà trí thức náu mình, cách xa thế giới thực.

Để xem xét trực tiếp tính vô ích của lời khuyên không nên làm cái gì, chúng ta hãy thử bài tập đơn giản sau đây:

“Đừng nghĩ tới một con voi màu hồng.”

Chuyện gì xảy ra sau khi bạn đọc đề nghị trên? Kỳ lạ là bạn làm chính xác điều tôi yêu cầu đừng làm và tưởng tượng ra một con voi màu hồng. Thất vọng làm sao! Bạn có thể tưởng tượng bất kỳ thứ gì - bạn có vô số chỉ trừ một lựa chọn - và dĩ nhiên bạn vẫn không tuân theo yêu cầu đơn giản của tôi. Ồ, tôi vẫn chưa bỏ cuộc đâu. Chúng ta hãy thử thêm một lần nữa.

“Cho dù thế nào, đừng nghĩ tới một con voi lớn màu tím với chiếc ô xinh xắn đang nhón gót đi trên một chiếc dây trên cao nối giữa hai toà nhà trong một khu đô thị rộng lớn.”

Bạn lại tiếp tục không làm theo lời tôi, đúng không?

Trải nghiệm vừa rồi của bạn là xu hướng hết sức tự nhiên, con người thường sẽ tưởng tượng hoặc thậm chí là ngẫm nghĩ về thứ gì đó, ngay cả khi biết rõ là không nên. Xem xét trường hợp một người ăn kiêng đã tự xây dựng một danh sách dài những thực phẩm cần loại bỏ. Chẳng hạn, anh ta có thể lặp đi lặp lại câu thần chú, “Tôi sẽ không ăn bánh quy. Tôi sẽ không ăn bánh quy. Tôi sẽ không ăn bánh quy” bất kỳ lúc nào gặp phải sự cám dỗ dù nhỏ nhất.

Nhưng tác dụng chính của cách tự kỷ ám thị đầy cực đoan của anh ta là gì? Thực tế là anh ta đã nghĩ tới bánh quy cả ngày và có vẻ sẽ đầu hàng ngay khi nhìn thấy một chiếc Oreo. Nghiên cứu cho thấy có một cách tiếp cận hiệu quả hơn nhiều là định hướng lại hành vi thành điều gì đó đáng mong ước hơn việc lặp đi lặp lại các thông điệp mang tính hành xác, mà trớ trêu thay lại luôn khiến chúng ta bận tâm về những thứ xấu xa.

Thật không may cho các nhà đầu tư, cho đến nay thì luôn có quá nhiều các thông điệp giả dối “Đừng làm” hơn là những điều mang tính xây dựng như “Hãy làm.” Mục đích của tôi là khôi phục lại sự cân bằng và cung cấp cho bạn những gợi ý cụ thể để quản lý cả hành vi lẫn tiền bạc của bạn.

Vượt qua định kiến

Tiêu cực và hổ thẹn không chỉ mang lại hành vi trái mong muốn, mà đôi khi còn khiến chúng ta mất hoàn toàn tính chủ động. Lãnh đạo của VitalSmarts - những người tiên phong đổi mới trong đào tạo và phát triển năng lực lãnh đạo trong công ty - vừa chia sẻ một câu chuyện như vậy trong tác phẩm của họ, *Influencer: The Power to Change Anything*. Họ kể câu chuyện về Đức vua Rama IX của Thái Lan đã ban hành một quyết định lịch sử nhằm thể hiện sự nhân từ của

mình nhân dịp sinh nhật 60 tuổi. Quà tặng của ông là gì? Ông đã ân xá cho hơn 30.000 tù nhân. Sự việc xảy ra vào năm 1988, và cho tới trước lúc đó, virus HIV/AIDS ở Thái Lan phần lớn nằm trong hệ thống nhà tù. Nhưng với việc phóng thích hàng chục ngàn tù nhân ở đất nước có ngành công nghiệp tình dục phát triển này, tình hình đã nhanh chóng thay đổi. Trong vòng 365 ngày, có tới 1/3 số người hành nghề mại dâm ở các tỉnh đã bị phát hiện nhiễm HIV. Và thực tế đáng buồn có thể dự đoán trước được, những người đàn ông đã lập gia đình mau chóng bị lây nhiễm từ gái mại dâm, đưa căn bệnh trở lại vùng ngoại ô và truyền sang cho vợ con họ. Với hơn một triệu người Thái mắc bệnh và gần 1% dân số hoạt động trong lĩnh vực tình dục, dự báo tỉ lệ nhiễm HIV trong tương lai thật đáng sợ.

Để đối phó với tình trạng này, chính phủ đã triệu tập một nhóm đặc biệt do Tiến sĩ Wiwat đứng đầu. Thực tế, ông nhận được yêu cầu phải khiến công chúng sợ hãi. Ông cùng nhóm cộng sự đã làm các tấm băng-rôn với dòng chữ đầy kịch tính như, “sắp xảy ra dịch bệnh đáng sợ!” Nhưng sau vài năm, khi kiểm tra lại hiệu quả việc làm của mình, họ phát hiện chiến dịch “đe doạ” chỉ mang lại phản ứng tiêu cực. Tình hình ngày càng tồi tệ hơn, vì vậy họ quyết định phải đưa ra phương pháp mới.

Lần đầu tiên, Tiến sĩ Wiwat cùng cộng sự đã xác định được gốc rễ của vấn đề: 97% các ca nhiễm mới là do quan hệ tình dục với gái mại dâm. Từ đó ông tập trung vào hướng thuyết phục người hành nghề mại dâm buộc khách hàng phải dùng bao cao su. Nơi mà nỗi sợ từng thống trị giờ được thay thế bằng giáo dục. Chiến dịch sợ hãi mơ hồ dần được thay thế bằng những lời khuyên hữu ích về cách tìm kiếm, tham gia và sử dụng biện pháp phòng ngừa. Cuối những năm 1990, lẽ ra phải có tới năm triệu người Thái mắc bệnh AIDS nhưng kết quả thực tế khả quan hơn nhiều. Nó cho thấy điểm mấu chốt mang tới hiệu quả trong chiến dịch của Tiến sĩ Wiwat - cung cấp nền tảng thông tin có tác dụng hơn là gây ra nỗi sợ hãi. Cho dù là với trường hợp con voi hồng hay gái mại dâm Thái Lan, kết quả khảo sát đều như nhau - xấu hổ và sợ hãi chỉ mang lại hiệu quả tiêu cực, thậm chí còn dẫn đến tâm lý phản kháng.

Để cung cấp thêm các bằng chứng về việc ám chỉ tác động lên hành vi ra sao, trong cuốn *Predictably Irrational*, Dan Ariely đã chỉ ra kết quả của một bài kiểm tra toán thử nghiệm trên một nhóm phụ nữ lại phụ thuộc vào việc họ có được nhắc nhở trước rằng mình là người châu Á (vốn được cho là rất giỏi toán) hay chỉ là một phụ nữ bình thường (được cho là rất kém môn này). Và chắc chắn bạn cũng đoán ra, kết quả của những người được mớm ý nghĩ rằng họ là người châu Á tốt hơn hẳn so với những phụ nữ chỉ được nhắc nhở về giới

tính.

Tương tự như vậy, Meir Statman cũng chia sẻ nghiên cứu về kinh tế xã hội và hành vi tiêu dùng trong cuốn sách *What Investors Really Want*. Những người tham gia được gieo ý nghĩ rằng họ là người nghèo và thường có xu hướng tiêu tiền vào hàng hoá xa xỉ, như để thể hiện sự giàu có với mọi người. Trong cả hai trường hợp, hành vi của người tham gia bị thao túng bởi lời nhắc nhở về hoàn cảnh, địa vị của bản thân. Họ được cho biết nơi mình thuộc về và hành động theo đúng như vậy.

Xem xét hiện tượng này trong thế giới đầu tư, như đã biết, việc ám chỉ tinh thần rất nguy hiểm. Bằng cách nhấn mạnh những sai lầm về hành vi luôn ngáng chân nhà đầu tư - và không đưa ra các phương pháp thay thế mang tính xây dựng - tài chính hành vi đã ám chỉ rằng các nhà đầu tư sẽ rơi vào bế tắc với các sai lầm này và phản ứng bằng các hành vi khiến tình hình trở nên tồi tệ hơn.

Nhà đầu tư không phải những kẻ lười biếng tư lợi, chỉ luôn muốn tối đa hoá lợi ích như nhóm lý thuyết thị trường hiệu quả từng nghĩ, nhưng họ cũng không phải ông bố Homer Simpson[6] đần độn như vẫn được tô vẽ gần đây.

[6] Homer Simpson: là nhân vật chính - người bố trong gia đình Simpson - của loạt phim hoạt hình truyền hình The Simpsons.

Thay vì đưa ra một bản danh sách ngày càng dài về sai lầm mà họ sẽ mắc phải, nhà đầu tư cần hiểu rõ điểm mạnh, điểm yếu của bản thân, cũng như lời khuyên cụ thể để phát triển điểm mạnh và hạn chế điểm yếu. Cũng giống vị bác sĩ Thái Lan khôn ngoan, tôi hy vọng cuốn sách này đủ sợ hãi để khiến bạn quan tâm và cung cấp cho bạn giải pháp tích cực để tránh xa rủi ro do hành vi xấu mang lại.

Nhà văn Michel de Montaigne đã nói về hiện tượng này một cách uyển chuyển hơn:

“Tôi thật lòng biết ơn cô thiếu nữ thành Miletus, người đã đặt vài rào cản khiến nhà hiền triết Thales vấp ngã để cảnh báo ông rằng thay vì mất thời gian thích thú ngắm nhìn những thứ ẩn nấp trong mây thì hãy nhìn rõ con đường dưới chân, khi thấy ông luôn luôn ngước nhìn lên vòm trời xanh. Quả thực cô đã cho ông lời khuyên rất hữu ích, hãy nhìn thấu bản thân mình hơn là ngắm nhìn những thứ xa vời.”

Tài chính hành vi cũng dành phần lớn thời gian cho thiên đường trên cao mà không hề ý thức được những cân nhắc thực tế hơn dưới chân mình. Mục đích của tôi trong cuốn sách này là cung cấp các lý thuyết,

giai thoại và nghiên cứu đủ thuyết phục lý trí, song luôn hướng tới kết quả thiết thực là giúp bạn trở thành nhà đầu tư khôn ngoan hơn.

Vì thế hãy đọc cuốn sách này, nhưng đừng chỉ đọc suông thôi, bởi những nguyên tắc trong này sẽ chỉ hữu ích khi bạn sẵn sàng thử nghiệm chúng. Hành trình của một nhà đầu tư hành vi đòi hỏi một chút lý trí, song nhiều hơn cả là sự kiên trì.

PHẦN I

NGUYÊN TẮC TỰ QUẢN LÝ HÀNH VI

SỰ KHÁC BIỆT GIỮA KHỈ VÀ NGƯỜI

Bạn đã từng thấy một con khỉ trong bộ lễ phục[7] chưa? Tôi thật lòng hy vọng là rồi, nhưng nếu chẳng may bạn chưa có cơ hội được thấy thì hãy vui lòng đặt cuốn sách này xuống một lát, sử dụng công cụ tìm kiếm yêu thích của bạn, rồi bạn sẽ thấy trò bắt chước này đã được xếp đặt trong vội vàng.

[7] Lễ phục: giống như bộ vest thông thường nhưng trang trọng và lịch thiệp hơn, dùng trong các dịp đặc biệt, các sự kiện buổi tối, thường thắt với nơ thay cho cà-vạt và khăn thắt lưng thay cho thắt lưng.

Bạn thấy rồi chứ? Tốt rồi!

Trong quá trình chứng kiến vẻ ngoài hoành tráng của con khỉ mặc lễ phục, có lẽ bạn đã trải qua một vài phản ứng trái ngược nhau. Phản ứng đầu tiên của bạn có thể là mỉm cười hoặc cười phá lên, nhưng khi nhìn kỹ hơn, có thể bạn sẽ cảm thấy hơi khó chịu. Xét về khía cạnh hài hước thì một con khỉ mặc vest (từ giờ ta sẽ gọi tắt là MIAT: Monkey In A Tuxedo) có lẽ thật buồn cười, nhưng chúng ta vẫn cảm thấy có gì đó không đúng khi nhìn loài vật hoang dã này quấn chiếc khăn thắt lưng[8] quanh eo.

[8] Nguyên tác: cummerbund: là phụ kiện dùng thay thế cho thắt lưng khi mặc vest lễ phục, thường được làm từ lụa và vải sa-tanh.

Xét về tính lạ lùng thì hình ảnh này tạo cảm giác giống như bạn đang đầu tư sai. Nghịch lý đáng buồn là:

1. Bạn phải đầu tư vào những tài sản rủi ro cao nếu muốn sống sót.

2. Bạn không đủ mạnh mẽ về mặt tâm lý để đầu tư vào chúng.

Trước tiên, chúng ta hãy cùng xem xét lý do tại sao bạn phải đầu tư vào các tài sản rủi ro cao nếu bạn muốn ăn bất cứ thứ gì mà không phải là cơm hẩm cháo thiu trong suốt năm tháng vàng son của mình. Theo cuốn sách này thì mức lương bình quân của Mỹ là 26.695 USD và thu nhập bình quân của một gia đình là 50.500 USD.

Tuy nhiên, chúng ta hãy giả định rằng bạn thông minh gấp bốn lần mức trung bình và xoay xở để đảm bảo mức lương thoải mái là 100.000 USD một năm. Chúng ta hãy giả định thêm rằng bạn là tín đồ trung thành của chuyên gia phản đối vay nợ Dave Ramsey và đều đặn dành ra 10% thu nhập hàng năm bỏ vào tài khoản tiết kiệm không rút gốc và lãi đến khi nghỉ hưu. Nếu bạn bắt đầu tiết kiệm từ năm 25 tuổi và nghỉ hưu ở tuổi 65, nỗ lực tiết kiệm của bạn sẽ mang lại con số tổng là 400.000 USD.

400.000 USD có vẻ là một số tiền kha khá, nhưng nó cũng khó có thể giúp một người sống thoải mái thêm 30 năm sau khi nghỉ hưu. Với 13.333 USD mỗi năm, bạn sẽ sống ở mức gần sát với chuẩn nghèo theo thống kê hiện nay, đó là còn chưa kể đến lạm phát sẽ xói mòn sức mua của con số này trong vòng 40 năm.

Nếu quay trở lại 40 năm trước, chúng ta sẽ thấy với 90.000 USD năm 1975 sẽ có sức mua tương đương 400.000 USD ngày nay. Chỉ cần một phép tính đơn giản cũng giúp chúng ta thấy rõ rằng hiện tại con số 400.000 USD có vẻ ổn, nhưng sau 40 năm nữa chúng ta sẽ cần 1,5 triệu USD để đảm bảo duy trì sức mua tương tự.

Hãy nhớ rằng một cặp vợ chồng Mỹ trung bình đang chi tiêu gần 250.000 USD cho dịch vụ y tế, vượt xa mức bảo hiểm hàng tháng của họ. Ngay cả khi tính toán với tỉ lệ lạm phát thấp nhất trong vòng 40 năm tới thì chỉ riêng chi phí y tế cũng vượt xa khoản bạn tiết kiệm được, dù đã áp dụng mô hình tiết kiệm phần lớn khoản tiền kiếm được.

Dù bạn có thể phức tạp hóa các giả định trên để phản ánh chính xác hơn thực tế của người lao động trung bình (hầu hết mọi người không thể kiếm được 100.000 USD ngay sau khi vừa ra trường mà tăng dần trong quá trình làm việc và đa phần mọi người không dành ra 10% thu nhập để tiết kiệm) thì kết quả về cơ bản vẫn giống nhau. Đơn giản là bạn không thể đạt được mục tiêu tiết kiệm cần thiết vào năm 65 tuổi mà không có sự trợ giúp của tài sản rủi ro cao mà lợi nhuận

chúng mang lại vượt quá sức xói mòn của lạm phát.

Burton Malkiel đã đúc rút, “Rõ ràng là dù đối mặt với lạm phát nhẹ, chúng ta vẫn duy trì sức mua thực của bản thân, nếu không chất lượng sống sẽ suy giảm.” Do đó chúng ta phải đầu tư nếu muốn sống sót.

Nhưng, xem xét vấn đề thứ hai ở trên, liệu chúng ta có đầu tư đúng hướng không?

Câu chuyện Alice ở xứ sở thần tiên là minh chứng điển hình nhất cho thể loại “văn chương phi lý.” Như một người mong đợi vào câu chuyện cổ tích vô lý, Alice thấy mình đang ở trong một thế giới kỳ lạ, nơi mà trên thành dưới, đúng thành sai và “dù bạn đi lối nào cũng không quan trọng.” Vòng xoáy kỳ quái của cuốn sách được minh họa rõ nét qua cuộc đối thoại giữa Alice và chú mèo Cheshire:

“Nhưng tôi không muốn đi cùng những kẻ điên rồ,” Alice bình luận.

“Ồ, vô ích thôi,” con mèo đáp. “Ở đây chúng ta đều trở thành kẻ điên. Tôi điên. Cô cũng điên.”

“Làm sao cậu biết tôi điên?” Alice vặn lại.

“Cô buộc phải thế,” con mèo nói, “nếu không thì cô đã không ở đây.”

Giống như Alice trong vương quốc của Cheshire, nhà đầu tư cảm thấy họ đang sống ở một thế giới thách thức các luật lệ trong cuộc sống thường ngày. Thế giới của các nhà đầu tư là nơi mà tương lai sẽ chắc chắn hơn hiện tại, làm ít sẽ hiệu quả hơn làm nhiều và tập thể thì thiếu hiểu biết hơn một cá nhân. Chúng ta hãy xem xét chi tiết hơn từng đặc tính của thế giới điên rồ này.

Tương lai chắc chắn hơn hiện tại?

Giả sử tôi đặt câu hỏi bạn sẽ làm gì trong vòng 5 phút. Kỳ quặc là bạn có thể trả lời câu hỏi này với mức độ chắc chắn cao. Cuối cùng, nó lại có vẻ giống như những gì bạn đang làm vào thời điểm được hỏi.

Nào, giờ chúng ta thay đổi câu hỏi một chút và tưởng tượng rằng tôi hỏi bạn sẽ làm gì trong vòng 5 tuần kể từ lúc này. Chắc chắn sẽ khó xác định hơn, nhưng một bản kế hoạch có lẽ sẽ đưa ra vài manh mối về việc bạn định làm trong thời gian đó. Giờ hãy tưởng tượng bạn được yêu cầu dự đoán hành động của mình trong vòng 5 tháng, 5 năm hoặc thậm chí là 50 năm tới. Chết tiệt, gần như là không thể,

đúng không? Dĩ nhiên, bởi vì trong cuộc sống thường ngày của chúng ta thì hiện tại vẫn dễ nắm bắt hơn tương lai xa vời.

Điều khiến đầu tư trở nên phức tạp chính là sự trái ngược mới là đúng đắn. Chúng ta không biết chuyện gì sẽ xảy ra hôm nay, có khái niệm mơ hồ với sự kiện tuần tới và hiểu biết đại khái về tiềm năng lợi nhuận trong một năm. Nhưng chúng ta lại có thể ước tính chính xác kết quả trong vòng 25 năm nữa. Hãy cùng xem xét hiệu suất dài hạn của cổ phiếu qua các thời kỳ nắm giữ như bảng dưới đây:

Thời kỳ nắm giữ	Lợi nhuận cao nhất (%)	Lợi nhuận thấp nhất (%)
1 năm	+53.9	-43.3
5 năm	+23.9	-12.5
10 năm	+20.1	- 0.9
15 năm	+18.2	+ 0.6
20 năm	+16.9	+ 3.1
25 năm	+14.7	+ 5.9

Bảng 1 - Giới hạn thu nhập cổ phiếu từ 1926 đến 1997[9]

[9] Nguồn: Damodaran Online, Quản lý Đầu tư, "Rủi ro và Đầu tư dài hạn."

Trong khoảng thời gian ngắn, khoản thu nhập này gần như không thể xác định được. Trong 1 năm, khoảng giới hạn lợi nhuận rất rộng, từ mức cao nhất gần 54% tới mức thua lỗ nhiều nhất là 43%. Nhưng sau 25 năm, quãng thời gian phản ánh rõ nét hơn hiệu quả đầu tư dài hạn, tương lai sẽ trở nên chắc chắn hơn hiện tại khi giới hạn thu nhập thu hẹp hơn. Thu nhập thay đổi trong giới hạn từ mức tốt nhất là gần 15% đến mức tệ nhất là gần 6% một năm trong khoảng thời gian này.

Giới hạn thu nhập không đáng lo ngại trong quãng thời gian dài, có nghĩa là chúng ta nên đầu tư cổ phiếu dài hạn. Với nhiều người, để làm được như vậy đòi hỏi sự cân nhắc cẩn thận về thực tại, một điều dường như không thể xảy ra. Nhà thống kê xuất sắc Nate Silver chia sẻ trong cuốn sách *The Signal and the Noise:*

“Những năm 1950, trung bình cổ phiếu phổ thông của một công ty Mỹ thường được nắm giữ khoảng 6 năm trước khi đưa ra giao dịch - phù hợp với ý tưởng cổ phiếu là khoản đầu tư dài hạn. Những năm 2000, tốc độ giao dịch đã tăng lên gấp mười hai lần. Thay vì được giữ 6 năm như trước thì một cổ phiếu chỉ được giữ trong vòng 6 tháng. Xu hướng này cho thấy vài dấu hiệu giảm nhẹ: quy mô thị trường chứng khoán tăng gấp đôi sau mỗi 4 hoặc 5 năm.”[10]

[10] *N. Silver, The Signal and the Noise: Why so Many Predictions Fail - but Some Don’t (Penguin 2015).*

Trực giác nói với chúng ta rằng hôm nay thường dễ đoán biết hơn ngày mai, song Thế giới điên rồ ở phố Wall (viết tắt WSBW: Wall Street Bizarro World) lại không nghĩ thế. Như ngài Silver đã chỉ ra, khả năng tiếp cận nhiều hơn với dữ liệu và những hiệu ứng không mong muốn của công nghệ sẽ khiến con người có khuynh hướng tập trung vào ngắn hạn hơn.

Chính điều này sẽ mang lại cơ hội cho những người có thể cưỡng lại được xu hướng trên; sự thiếu kiên nhẫn ngày càng tăng của phần lớn đám đông sẽ tạo ra lợi nhuận cho các nhà đầu tư khôn ngoan. Ben Carlson đã từng viết trong *A Wealth of Common Sense*, “Từng cá nhân phải hiểu rằng, dù ngành tài chính đổi mới thế nào thì tính kiên nhẫn vẫn luôn là vũ khí sắc bén nhất trên thị trường. Chẳng có thái độ nào hữu ích hơn nó trong đầu tư chứng khoán dài hạn. Thực tế, lợi thế lớn nhất của một cá nhân chính là khả năng kiên nhẫn.”[11]

[11] *B. Carlson, A Wealth of Common Sense: Why Simplicity Trumps Complexity in Any Investment Plan (John Wiley & Sons, 2015), P. 12.*

Làm ít hiệu quả hơn làm nhiều.

“Đừng bao giờ đánh giá thấp sức mạnh của việc án binh bất động.”

- Winnie The Pooh

“Lười nhác chẳng những không phải là gốc rễ của tội ác, mà còn thực sự là điều tốt đẹp.”

- Soren Kierkegaard

Hãy tưởng tượng một thế giới mà ở đó bạn tiếp thu được nhiều kiến thức hơn nhờ đọc sách ít hơn, chiêm ngưỡng được nhiều nơi hơn nhờ giảm đi du lịch và có hình thể cân đối hơn bằng cách tập luyện ít đi. Chắc chắn, một thế giới mà làm ít được nhiều sẽ trái ngược với kinh nghiệm sống của chúng ta, nhưng đó lại là cách mà WSBW đang

hoạt động. Nếu chúng ta học cách để tồn tại ở WSBW (và buộc phải thế), thì bài học đầu tiên là: làm ít đi.

Thuật ngữ tâm lý dành cho khuynh hướng nỗ lực hết sức khi đối mặt với tiền cược cao là thiên kiến hành động. Một số nghiên cứu thú vị nhất về thiên kiến hành động đến từ thế giới hoang dã của các môn thể thao - nhất là bóng đá. Một nhóm nhà nghiên cứu đã tiến hành kiểm tra hành vi của thủ môn khi đối mặt với cú đá phạt penalty. Với 311 cú đá, họ nhận thấy có tới 94% số lần thủ môn lao sang trái hoặc phải cầu môn. Tuy nhiên, các cú đá lại rất đều nhau, một phần ba về bên trái, một phần ba về bên phải và một phần ba ở chính giữa. Kết quả là họ nhận thấy những thủ môn đứng giữa cầu môn sẽ có tới 60% cơ hội bắt được bóng hơn là lao sang trái hoặc phải.

Vậy tại sao đám thủ môn đó lại biểu diễn những pha bắt bóng đầy kịch tính như thế trong khi lười biếng mới có vẻ là chiến lược tốt nhất? Câu trả lời sẽ trở nên rõ ràng hơn khi ta đặt mình vào vị trí của họ (đặc biệt là những người sống tại các quốc gia mà thất bại trên sân cỏ có thể bị trừng phạt bằng cái chết). Khi trò chơi này và sự vẹn toàn lãnh thổ được đặt cùng một chỗ, bạn sẽ muốn được nhìn nhận là đã nỗ lực hết sức, kết quả thế nào không quan trọng! Bạn đã làm mọi khả năng, mọi cách có thể, và đứng ở chính giữa là một tác động trực quan mang tính quyết định của sự tự mãn đáng kinh ngạc. Tương tự như vậy, các nhà đầu tư có nhiệm vụ phải bảo toàn và gia tăng tài sản mà mình khó khăn mới kiếm được sẽ không muốn ngồi yên trong những giai đoạn khó khăn, ngay cả khi các nghiên cứu đều chỉ ra đó là động thái phù hợp nhất.

Giống các nhà nghiên cứu giun ở Guinea được đề cập trong phần giới thiệu, một nhóm thuộc quỹ đầu tư Fidelity đã tiến hành kiểm tra hành vi của các tài khoản hoạt động hiệu quả nhất trong nỗ lực nhằm khoanh vùng hành vi của những nhà đầu tư thực sự tài giỏi. Kết quả khảo sát của họ có thể sẽ khiến bạn sửng sốt. Khi nhóm liên lạc với chủ của các tài khoản có kết quả tốt nhất, tình huống thường xuyên gặp nhất là họ đã quên mất tài khoản của mình. Vậy là chẳng còn gì để khoanh vùng hành vi phức tạp của các nhà đầu tư tài ba nữa? Có vẻ như sự quên lãng là vũ khí tuyệt vời nhất mà nhà đầu tư nên sử dụng.

Một quỹ đầu tư khác, Vanguard, cũng tiến hành so sánh tính hiệu quả của các tài khoản hầu như không có bất kỳ thay đổi nào với những tài khoản thay đổi thường xuyên. Chắc chắn, họ nhận thấy tình trạng "không thay đổi" hiệu quả hơn. Ngoài ra, Meir Statman trích dẫn nghiên cứu từ Thụy Điển cho thấy những nhà đầu tư giao dịch nhiều nhất thường mất 4% giá trị tài khoản hàng năm cho chi

phí giao dịch và lựa chọn thời điểm đặt lệnh không chuẩn. Kết quả này nhất quán trên toàn cầu: với mười chín thị trường chứng khoán lớn nhất, tỷ lệ các nhà đầu tư thay đổi số cổ phiếu mua và nắm giữ thường xuyên nhất chiếm 1,5 điểm phần trăm mỗi năm[12].

[12] M. Statman, What Investors Really Want: Know What Drives Investor Behavior and Make Smarter Financial Decisions (McGraw-Hill Education, 2010), T. 6.

Có lẽ nghiên cứu nổi tiếng nhất về tác động có tính hủy hoại của thiên kiến hành động cũng mang lại cái nhìn sâu sắc về khuynh hướng gắn liền với giới tính trong việc mua bán. Terrance Odean và Brad Barber, cha đẻ của lý thuyết tài chính hành vi, đã xem xét các tài khoản cá nhân của một nhà môi giới chiết khấu lớn và tìm thấy điều đáng kinh ngạc vào thời điểm ấy.

Trong nghiên cứu này, nam giới giao dịch nhiều hơn nữ giới tới 45%, trong đó nam giới độc thân nhiều hơn nữ giới độc thân với tỷ lệ là 67%. Barber và Odean cho rằng số lượng giao dịch lớn hơn này liên quan đến tính tự tin thái quá, nhưng bất chấp nguồn gốc tâm lý là gì, nó vẫn làm suy giảm lợi nhuận. Kết quả của tích cực thái quá đó là lợi nhuận của nam giới bình thường trong nghiên cứu kém hơn nữ giới bình thường khoảng 1,4 điểm phần trăm mỗi năm. Tệ hơn nữa nam giới độc thân kém nữ giới độc thân tới 2,3 điểm phần trăm - một con số không thể tin được khi xem xét trong suốt quãng thời gian đầu tư.

Xu hướng nữ giới làm việc hiệu quả hơn không chỉ được phát hiện trong lĩnh vực đầu tư. Các nhà nữ quản lý nắm giữ quỹ đầu tư mạo hiểm tỏ ra kiên định hơn và lấn át đồng nghiệp nam, chủ yếu nhờ tính kiên nhẫn như đã nói ở trên. LouAnn Lofton từ công ty *Motley Fool* viết:

"… các quỹ đầu tư có quản lý là nữ giới, kể từ khi bắt đầu, luôn có lợi nhuận trung bình là 9,06%, so với mức bình quân 5,82% của các quỹ mạo hiểm khác. Như thể sự vượt trội này còn chưa đủ ấn tượng, nhóm cũng phát hiện ra trong suốt giai đoạn khủng hoảng tài chính 2008, các quỹ có nữ quản lý không bị ảnh hưởng nặng nề như những quỹ mạo hiểm khác, với số lượng quỹ giảm 9,61% so với mức 19,03% của các quỹ khác."[13]

[13] L. Lofton, Warren Buffett Invests Like a Girl: And Why You Should, Too (Harper Business, 2012), p. 25.

Các chàng trai có vẻ vẫn còn rất hiếu động, nhưng ít ai có thể đoán

được chi phí tài chính chóng mặt của thiên biến hành động này.

Tránh xa khỏi đám đông điên cuồng

"Bất cứ cá nhân nào được coi là có óc xét đoán và hợp lý nếu đứng một mình - thì cũng trở nên ngu dốt nếu lẫn trong đám đông."

- Friedrich Von Schiller

Tôi hay phải đi xa, mỗi tuần một lần, ngoài việc phải ăn món gà nấu quá nhừ, tôi thường được yêu cầu nói chuyện với các cố vấn tài chính về những kiến thức cơ bản của tài chính hành vi. Như bất kỳ ai hay phải đi công tác thì việc xác định nơi nào ăn, ngủ và giải trí tốt nhất ở một thành phố xa lạ khá là phức tạp. Rất nhiều khách sạn đẳng cấp thường có người tư vấn giúp bạn, song lời khuyên của họ sẽ bị hạn chế bởi thực tế nó chỉ là ý kiến của một cá nhân.

Sau một lần được tư vấn bởi người có thị hiếu kém tinh tế hơn (chắc chắn, tôi có thể đảm bảo về khiếu thẩm mỹ của mình), tôi đã nhanh chóng học được cách khai thác sức mạnh từ nhận xét của đám đông. Các trình duyệt như Yelp, Urban Spoon và Rotten Tomatoes đã cung cấp các bài đánh giá tổng hợp để hướng dẫn thực khách và khán giả về nhà hàng ăn tối hay bộ phim được nhiều người ca ngợi. Trong khi không phải lúc nào cũng đồng tình với khẩu vị của nhân viên trợ giúp hay của nhà phê bình điện ảnh thuộc tờ báo địa phương, thì chưa bao giờ tôi thất vọng về bộ phim hay món ăn được đông đảo công chúng thừa nhận. Với những lĩnh vực này (ví dụ như thực phẩm hay phim ảnh), làm theo đám đông là khôn ngoan nhất.

Nhưng sức mạnh đồng thuận của đám đông không chỉ giới hạn trong việc chọn ra món cốt-lết bê ngon miệng hay quyết định có nên xem phim *Dude, Where's My Car?* (đạt bình chọn 18% trên Rotten Tomatoes), mà còn là nền tảng xây dựng lên hệ thống chính trị thành công nhất. Ngài Winston Churchill có câu nói nổi tiếng, "chỉ cần một cuộc nói chuyện năm phút với cử tri thông thường sẽ phát hiện ra yếu điểm của chủ nghĩa dân chủ," đó là các ý kiến được ghi nhận dưới nhiều hình thức trong thời gian bầu cử. Vậy tại sao nền dân chủ vẫn phát triển thành công (hay ít nhất là không hoàn toàn thất bại) trong suốt một thời gian dài? Tại sao lại là nó, mà theo như quan điểm của Churchill, "là mô hình chính phủ tồi tệ nhất, ngoại trừ tất cả những mô hình khác đã được thử thách theo thời gian"?

Câu trả lời chính là xu hướng chung của đám đông là trở nên khôn ngoan, đạo đức, khoan dung và độ lượng hơn từng cá nhân riêng lẻ. Các lựa chọn thay thế, như hệ thống chính trị tài phiệt và chế độ

quân chủ, luôn sống hoặc chết phụ thuộc vào điểm mạnh hoặc yếu của một nhóm người, sẽ là rủi ro/phần thưởng cao hơn rất nhiều so với chủ nghĩa dân chủ. Có thể cử tri thông thường sẽ không thấy có gì ấn tượng, nhưng những người bình thường của nhóm cử tri thông thường mới là đối tượng đáng giá nhất.

Nếu sự khôn ngoan của đám đông có thể giúp chúng ta giải quyết các vấn đề mâu thuẫn phức tạp và lựa chọn ra một chính phủ tốt, thì theo trực quan, dường như nó cũng có thể mang lại thứ gì đó hữu ích cho các nhà đầu tư, đúng không? Sai. Một lần nữa, quy tắc của WSBW lại trái ngược với các logic thông thường và buộc chúng ta phải hành động dựa trên một bộ giả thuyết khác. Giả định rằng đặc quyền hành vi cá nhân dựa trên quy tắc vượt quá sự khôn ngoan của đám đông.

Tại sao lại tồn tại khoảng cách chất lượng giữa các quyết định đầu tư và quyết định về ẩm thực? Richard Thaler, nhà kinh tế học hành vi xuất sắc, đã xác định bốn yếu tố khiến chúng ta khó có thể ra quyết định đúng đắn ở bất kỳ lĩnh vực nào. Đó là:

1. Chúng ta luôn quan tâm đến lợi ích trước, sau đó mới tới chi phí.

2. Không thường xuyên ra quyết định đó.

3. Không nhận được phản hồi ngay.

4. Ngôn ngữ không rõ ràng.

Lựa chọn một món ăn bao gồm: ngôn ngữ rất rõ ràng (“bữa tối đặc biệt của chúng tôi là món chiên và ngập trong pho mát”), lập tức có phản hồi (“Chúa ơi! Thật là ngon”), được quyết định rất thường xuyên (ba lần mỗi ngày, hoặc nhiều hơn nếu bạn cũng giống tôi), và có sự lựa chọn giữa chi phí ngay lập tức và trì hoãn (“Nó sẽ ngốn mất 27 USD” hay “Tôi nên dừng lại sau khi ăn ba cuộn”).

Mặt khác, một quyết định đầu tư lại vi phạm hết cả bốn điều kiện của Thaler. Nó bao gồm ngôn ngữ cố ý gây nhầm lẫn (chẳng hạn: “Thị trường trung lập” là gì?), có vòng lặp thông tin phản hồi chậm trễ (mất hàng thập kỷ, nếu bạn thông minh), được thực hiện rất không thường xuyên (cảm ơn món thừa kế này, dì Mable), và lợi ích bị trì hoãn tới thời điểm mà chúng ta gần như chẳng còn gì nữa (ở tuổi 36, tôi khó lòng tưởng tượng 80 tuổi tôi sẽ chi tiêu số tiền này như thế nào). Đám đông có thể cho chúng ta lời khuyên tuyệt vời khi chọn một món ăn vì đó là quyết định được thực hiện rất nhiều lần với kết quả được biết ngay lập tức. Ngược lại, tính khôn ngoan hay dại dột của một quyết định đầu tư có thể không được thể hiện trong

rất nhiều năm, nghĩa là đám đông thiếu kiên nhẫn sẽ khó có thể cho bạn lời khuyên sáng suốt.

Như chúng ta có thể kỳ vọng ở nghiên cứu của giáo sư Thaler, đám đông luôn sai lầm trong lựa chọn thời điểm tham gia hoặc thoát khỏi thị trường chứng khoán. Họ tham gia vào thời điểm vui sướng chốc lát và đau đớn lâu dài (với thị trường giá lên còn gọi là Bull Markets) hay thoát ra tại thời điểm đau đớn chốc lát và vui sướng lâu dài (với thị trường giá xuống, còn gọi là Bear Markets). Trong cuốn *A Wealth of Common Sense*, Ben Carlson đã nhắc đến một kết quả nghiên cứu của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ nhằm kiểm tra các dòng vốn từ năm 1984 đến 2012. Không có gì đáng ngạc nhiên khi "họ phát hiện ra rằng hầu hết các nhà đầu tư đổ tiền vào sau khi thị trường đã thu được lợi nhuận lớn và rút tiền ra sau khi bị thua lỗ một thời gian dài - chiến lược mua đắt bán rẻ thất bại hoàn toàn." Một lần nữa, chúng ta có thể thấy rằng nếu áp đặt các quy tắc hàng ngày lên những người ở Thế giới điên rồ ở phố Wall thì chẳng khác gì đổi sự thoải mái về mặt cảm xúc thông thường lấy sự nghèo đói lâu dài.

Cuốn Collapse của Jared Diamond kể lại câu chuyện một người cố gắng làm những việc mà rất nhiều nhà đầu tư luôn cố thực hiện ở WSBW - cứng rắn áp dụng lối sống ưa thích của họ lên một hệ thống không tương thích[14]. Đó là câu chuyện về người Norse - một nhóm người rất khỏe mạnh đã rời quê nhà ở Na Uy và Iceland đến định cư tại Greenland.

[14] J.Diamond, Collapse: How Societies Choose To Fail Or Succeed (Viking, 2005).

Chúng ta đã biết Dân Viking, những người luôn được biết đến với tính cách kiêu ngạo, đã kiên trì tiến về phía trước bằng cách phá rừng, cày xới đất đai và xây dựng nhà cửa - những hành động ngu ngốc đã cướp mất thảm cỏ mượt mà của lũ gia súc và tàn phá nguồn tài nguyên thiên nhiên ít ỏi còn lại. Đám người Norse còn tệ hơn nữa họ đã phớt lờ sự khôn ngoan của người Inuit bản địa, dè bỉu cách làm của người dân ở đây lạc hậu hơn cái mà họ cho là phương thức tinh vi của người châu Âu đối với nền nông nghiệp và xây dựng. Do coi thường cách sống của dân bản địa, người Norse đã chết trong một vùng đất vô thừa nhận - nạn nhân của chính thói kiêu ngạo của họ.

Giống như người Norse ở Greenland, bạn sẽ thấy mình rơi vào một vùng đất với những phong tục kỳ quái mà một số gần như chẳng có ý nghĩa gì. Đó chính là nơi mà làm ít được nhiều, tương lai dễ dự đoán hơn hiện tại và cần phải triệt để bỏ qua sự khôn ngoan của đám đông.

Nó cũng là một vùng đất cô độc, đòi hỏi tính nhất quán, kiên nhẫn và kiềm chế, mà chẳng yêu cầu nào dễ dàng với con người. Nhưng nếu muốn sống thoải mái và xứng đáng với nỗ lực của bản thân ở đó, bạn buộc phải đáp ứng. Các quy tắc rất ít và rất dễ học, nhưng khi mới áp dụng bạn sẽ cảm thấy không thoải mái. Tuy không dễ dàng nhưng chắc chắn nó sẽ rất xứng đáng - và nó hoàn toàn nằm trong khả năng của bạn.

Chúng ta hãy tiến về phía trước và bắt đầu nghiên cứu các quy tắc của vùng đất này.

Quy tắc 1

Kiểm soát vấn đề quan trọng nhất

"Vấn đề quan trọng nhất - hay thậm chí là kẻ thù nguy hiểm nhất của nhà đầu tư - là chính bản thân họ."

- Benjamin Graham

Tôi đã nhiều lần lưu ý rằng những nhận xét sâu sắc nhất về bản chất con người được ghi nhận bởi các triết gia, nhà thần học và nhà văn trước khi khoa học có thể chứng minh được đặc tính căn bản đó. Kinh Cựu Ước có ghi lại một câu chuyện như thế và trở thành điển hình cho hiện tượng mà tôi gọi là Vấn đề dòng sông Jordan, hay các vấn đề phức tạp được giải quyết bằng phương pháp đơn giản tới không ngờ.

Nguyên nhân hình thành tên gọi dòng sông Jordan là Naaman - một nhà lãnh đạo cộng đồng giàu có và là chỉ huy một đội quân của nhà vua Syria. Xét về mọi mặt đáng lẽ Naaman phải là người đàn ông quyền lực và đáng kính trong cộng đồng của mình. Chỉ có một vấn đề (có lẽ là vấn đề nghiêm trọng) - Naaman bị hủi. Với mong muốn nhằm giúp chủ nhân thoát khỏi nỗi đau đớn tột cùng đó, một người hầu của Naaman đã gợi ý ông nên hỏi ý kiến của một nhà mộ đạo ở Samaria, vốn nổi tiếng chuyên làm phép lạ cho những người chịu nỗi đau tương tự.

Chẳng có gì để mất nên Naaman đã lên ngựa, đi thẳng tới nhà Elisha - người đàn ông mộ đạo ấy và xin gặp mặt ông. Thay vì tự mình xuất hiện, Elisha phái người hầu mang tới cho Naaman một thông điệp đơn giản: "Hãy tới tắm bảy lần trên (dòng sông) Jordan, và da thịt sẽ trở lại với ngài, ngài sẽ trở nên sạch sẽ."

Lúc đó, người đàn ông quyền lực của chúng ta có hai điểm không hài lòng đối với sự việc này. Đầu tiên Elisha đã không cư xử lịch sự theo lẽ thường là gặp mặt và nói chuyện trực tiếp với ông. Quá đáng hơn nữa, ông ta còn yêu cầu ông thực hiện một nhiệm vụ có vẻ hết sức ngu dốt là tắm trên một dòng sông không được sạch sẽ cho lắm (nào, bạn hãy tìm kiếm từ khóa "River Jordan" trên Google và xem nó đục ngầu ra sao). Ông tiếp tục liệt kê thêm ba con sông đẹp đẽ và ở gần hơn trước khi nổi cơn thịnh nộ.

Trong lúc Naaman giận dữ, người hầu của ông đã lấy hết can đảm tới gần và gợi ý ông nên làm theo lời khuyên giản dị của con người mộ đạo kia. "Ông chủ của tôi, nếu nhà tiên tri đã yêu cầu ngài làm điều vĩ đại, sao ngài lại từ chối? Còn gì vĩ đại hơn khi người nói với ngài rằng hãy tắm rửa và trở nên sạch sẽ chứ?" Theo như câu chuyện thì Naaman đã bỏ qua lòng kiêu ngạo, thực hiện nhiệm vụ có vẻ hết sức đơn giản đó và rũ sạch bệnh tật.

Ngày nay các nhà đầu tư cũng thấy mình bị bao vây bởi vấn đề dòng sông Jordan vốn không thể nhận ra bởi nó quá đơn giản. Vấn đề chính là bản thân họ.

Khi xem xét yếu tố nào mang lại lợi nhuận đầu tư, theo lẽ thường họ sẽ nghĩ tới mọi thứ trừ điều quan trọng nhất - hành vi của bản thân. Một số sẽ tưởng tượng cuộc sống sẽ trở nên thế nào nếu họ mua cổ phiếu Tesla (hay Apple, hay bất kỳ cổ phiếu đình đám nào) vào ngày đầu tiên chúng được chào bán. Một số lại tự hỏi nếu họ lựa chọn thời điểm hoàn hảo để thoái vốn trước cuộc Đại suy thoái thì sẽ ra sao. Có lẽ hầu hết đều mơ ước trở thành một nhà đầu tư vĩ đại ở tầng trệt tòa nhà Berkshire Hathaway, nhanh chóng thành công như vị lãnh đạo cộng đồng vùng Trung Tây kia.

Bất chấp sự thật rành rành rằng hành vi của nhà đầu tư là nhân tố dự đoán khả năng tạo ra lợi nhuận chính xác hơn so với lựa chọn quỹ đầu tư hay xác định thời điểm thị trường, song chẳng ai mơ ước đến khả năng không bị hoảng loạn, nộp thuế thường xuyên và duy trì mục tiêu dài hạn.

Và dù không phải là vấn đề mơ ước của nhà đầu tư, thì có vẻ hành vi là điều kiện tiên quyết của đầu tư tốt và là căn nguyên của đầu tư thất bại. Gary Antonacci sử dụng nghiên cứu về hành vi của nhà đầu tư của tổ chức tài chính DALBAR để làm nổi bật lên sự khác biệt lớn giữa hai phương pháp lợi suất gia trọng tính bằng tiền[15]và lợi suất gia trọng tính theo thời gian[16], thuật ngữ viết tắt phổ biến nhất cho điều mà chúng ta gọi là "khoảng cách hành vi":

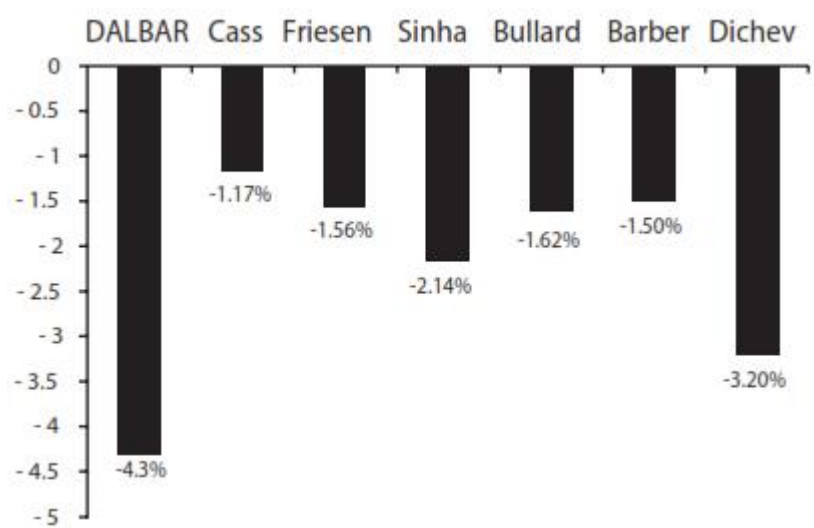
[15] Lợi suất gia trọng tính bằng tiền là tỷ suất lợi nhuận có tính toán đến thời gian và quy mô dòng tiền vào, ra.

[16] Lợi suất gia trọng tính theo thời gian là tỷ suất lợi nhuận (tỷ lệ sinh lời) được tính toán ở điều kiện "lý tưởng," nghĩa là chỉ căn cứ vào giá trị tài sản (cổ phiếu) biến động lên xuống, mà không quan tâm đến dòng tiền chảy vào, ra do các yếu tố khách quan như rút tiền hay nạp thêm tiền giữa chừng, hoặc khấu trừ chi phí quản lý. Người ta thường dựa trên kết quả này để đánh giá năng lực vận dụng vốn của công ty quản lý quỹ.

"Trong vòng 30 năm cho đến năm 2013, S&P 500 có tổng lợi nhuận hàng năm là 11,1%, trong khi các nhà đầu tư quỹ tương hỗ trung bình chỉ kiếm được 3,69%. Trong 7,41% chênh lệch thì có 1,41% là do chi phí của các quỹ tương hỗ, còn lại 6% phần lớn là do các nhà đầu tư đã lựa chọn thời điểm sai lầm."[17]

[17] G. Antonacci, Dual Momentum Investing: An Innovative Strategy for Higher Returns with Lower Risk (McGraw-Hill Education, 2014), p. 83.

Khoảng cách hành vi đo lường tổn thất mà các nhà đầu tư thông thường phải gánh chịu do đã phản ứng theo cảm tính với các điều kiện thị trường. Trong khi một số người có thể không đồng tình với DALBAR trên cơ sở phương pháp luận, thì không ai nghi ngờ về sự tồn tại của khoảng cách hành vi. Theo kết quả ước tính của Biểu đồ 1, có một vài khác biệt về độ lớn của các khoảng cách - với dãy ước tính từ 1,17% đến 4,33% một năm - nhưng vẫn có sự đồng thuận chung về tác động làm giảm lợi nhuận của nó.



Biểu đồ 1: Ước tính khoảng cách hành vi

Nếu một quỹ tương hỗ đưa ra một sản phẩm và giới thiệu rằng kết quả sẽ tốt hơn 4% mỗi năm, các nhà đầu tư sẽ chen lấn đến sập cả cửa để mua nó. Đáng buồn thay, bản chất dòng sông Jordan của khoảng cách hành vi có nghĩa là chúng ta đã không hiểu rõ vấn đề rằng 4% kiếm được là nhờ những quyết định đúng đắn.

Nhưng được rồi, hãy giả sử rằng bạn không bị hấp dẫn bởi lời mời chào của tôi để tối thiểu khoảng cách hành vi và vẫn muốn tập trung vào lựa chọn quỹ tốt nhất. Chúng ta tạm thời cho là bạn đã tìm được quỹ đó (mặc dù thực tế có tới hơn 8.000 quỹ tương hỗ) và đã đầu tư vào quỹ phát triển nhanh nhất từ năm 2000 đến 2010.

Trong suốt thập kỷ đó thì CGM Focus (CGMFX) là quỹ đầu tư chứng khoán có tỷ suất lợi nhuận cao nhất, mang lại 18,2% lợi tức hàng năm cho các nhà đầu tư và vượt hơn 3% mỗi năm so với đối thủ ở vị trí thứ hai. Không tồi, hãy lựa chọn chúng! Vấn đề duy nhất là nhà đầu tư thông thường của CGMFX thua lỗ tới 10% trong suốt thời gian đầu tư vào nó. Tính không ổn định của quỹ kết hợp với xu hướng theo đuổi lợi nhuận, nghĩa là các nhà đầu tư thường đổ xô vào sau khi cổ phiếu quỹ đã có lợi nhuận xác định, rồi bỏ chạy trong giai đoạn thua lỗ, lặp đi lặp lại như vậy. Tối đa hóa lợi tức là sự theo đuổi đáng giá và cũng là một mục đích của cuốn sách này, nhưng nó sẽ chẳng có ý nghĩa nào nếu thiếu tính tự chủ.

Để minh chứng thêm về vấn đề thời điểm thị trường, năm 1999, thời kỳ hoàng kim nhất trong lịch sử đầu tư chứng khoán, người Mỹ đã dành gần 9% tiền lương vào quỹ hưu trí tư nhân 401k. Ba năm sau, cổ phiếu giảm 33% giá trị, nhưng các khoản đóng góp vào quỹ 401k lại giảm gần ¼[18]. Đánh giá một chỉ số lớn rất đơn giản, song để đưa ra những hành động thích hợp dựa trên đánh giá này khó khăn hơn rất nhiều.

[18] *B . Graham and J. Zweig, The Intelligent Investor: The Definitive Book on Value Investing. A Book of Practical Counsel (Harper Business, 2006), p. 215.*

Đơn giản là chúng ta không thoát khỏi thực tế rằng quản lý hành vi là chìa khóa để trở thành nhà đầu tư thành công. Không có trình độ đầu tư nào mà tự thân nó có đầy đủ khả năng vượt qua căn bệnh chết người của hành vi xấu.

Sau đây là chín quy tắc quản lý hành vi giúp bạn hướng tới hành vi tốt và san bằng 4% khoảng cách hành vi, song nó chỉ có thể thành

công nếu được hiểu và công nhận trong khả năng của bạn. Điểm khó khăn của hành vi đầu tư tốt là ngay cả khi các nhà đầu tư nắm được các ưu điểm của nó thì những điều thuộc về bẩm sinh thường hiếm khi là xu hướng hành động đúng đắn nhất. Các quy tắc tự quản sẽ giúp loại bỏ khuyết điểm này.

Rất hiếm người có đủ sự sâu sắc hay minh bạch để tự quản lý hành vi của bản thân. Nếu hành vi tốt là yếu tố tiên quyết để dự đoán lợi tức đầu tư thì mong muốn tìm kiếm sự giúp đỡ là cách dự đoán tốt nhất của hành vi tốt.

Thực hành

Suy nghĩ: “Dù thị trường có biến động thế nào, lựa chọn của tôi cũng là tốt nhất.”

Đặt câu hỏi: “Thay vì theo đuổi lợi nhuận, liệu tôi có thể làm gì để tiết kiệm, cắt giảm chi phí và duy trì tính kiên nhẫn?”

Hành động: Tiến hành tự động hóa quá trình phân bổ dài hạn vào tài khoản đầu tư tăng dần theo mức lương của bạn.

Quy tắc 2
Bạn không thể làm một mình

"Chúng ta sinh ra không phải chỉ dành riêng cho bản thân."

- Marcus Tullius Cicero

Trong kỷ nguyên thương mại 7-đô-la và sức ép miễn phí, một số người đã nhanh chóng coi mối quan hệ tư vấn truyền thống là vết tích của một thời đại đã qua. Cách đây nhiều năm, nhà môi giới và tư vấn có vai trò bảo vệ dữ liệu tài chính và nắm giữ giá cổ phiếu. Ngày nay, nhà đầu tư chỉ cần một chiếc điện thoại Iphone và tài khoản môi giới trực tuyến miễn phí để thực hiện tất cả chức năng mà cách đây 30 năm là độc quyền của Phố Wall. Câu hỏi đáng đặt ra trong thời đại như vậy là "liệu cố vấn của tôi có thực sự kiếm được phí tư vấn không?" Thú vị thay, các nghiên cứu cho thấy câu trả lời là "Có," mặc dù không giống những lý do bạn có thể nghĩ ra.

Trong một báo cáo mang tính lịch sử tựa đề "Chỉ số Alpha của nhà tư vấn," những người theo trường phái nhạy cảm về phí nổi tiếng tại Vanguard đã ước tính rằng giá trị gia tăng khi làm việc với một cố vấn tài chính giỏi là khoảng 3% mỗi năm[19]. Báo cáo nhanh chóng chỉ ra rằng 3%Δ (delta) cũng không kiếm được một cách đều đặn, thường xuyên. Nói đúng hơn thì khoản phí trả cho cố vấn thường "nổi cộm" và tập trung nhiều nhất trong những thời điểm sợ hãi và tham lam. Sự phân phối không đồng đều của phí tư vấn cho thấy sự thật thứ hai mà chúng ta sẽ nhanh chóng thảo luận sau đây; vai trò quan trọng nhất của cố vấn tài chính là người huấn luyện hành vi hơn là quản lý tài sản.

[19] D. G. Bennyhoff and F.M. Kinniry Jr., 'Advisor's alpha', Vanguard.com (April, 2013).

Trong tham luận *"Alpha, Beta, and Now… Gamma"* [20], Morningstar

đưa ra thêm ví dụ chứng minh về tính hiệu quả của cố vấn tài chính. "Gamma" là từ viết tắt được Morningstar dùng cho "thu nhập thêm mà nhà đầu tư có thể kiếm được nhờ đưa ra những quyết định tài chính đúng đắn hơn" và họ coi cải thiện việc ra quyết định là thước đo hiệu quả làm việc của cố vấn tài chính. Trong nỗ lực định lượng Gamma, Morningstar đã đưa ra số liệu thống kê, những người nhận được tư vấn nhằm cải thiện lựa chọn tài chính có kết quả tốt hơn 1,82% một năm so với người khác. Đổi lại, có vẻ như các cố vấn cũng kiếm được nhiều phí tư vấn hơn và cải thiện quá trình ra quyết định là phương tiện chủ yếu giúp họ tăng hiệu quả đầu tư cho khách hàng.

[20] D. Blanchett and P. Kaplan, 'Alpha, Beta, and Now… Gamma', Morningstar (August 28, 2013).

Nghiên cứu được Aon Hewitt và nhà cung cấp tài khoản quản lý Financial Engines tiến hành cũng đồng tình với ý kiến rằng sự hỗ trợ mang lại cổ tức lớn. Nghiên cứu ban đầu của họ được tiến hành từ năm 2006 đến năm 2008 và so sánh giữa các nhóm nhận trợ giúp dưới dạng tư vấn trực tuyến, hướng dẫn thông qua quỹ hưu trí xác định thời điểm kết thúc (target date funds) hay các tài khoản có quản lý với nhóm tự đầu tư. Phát hiện của họ trong giai đoạn này cho thấy nhóm được trợ giúp có kết quả hàng năm, sau khi trừ phí tư vấn, tốt hơn 1,86% so với nhóm còn lại.

Sau đó, để kiểm tra ảnh hưởng của hoạt động tư vấn trong thời điểm khủng hoảng, họ đã tiến hành một phân tích tương tự giữa hai nhóm này suốt giai đoạn bất ổn từ năm 2009 đến 2010. Họ nhận thấy tác động của hỗ trợ ra quyết định tăng cao chóng mặt trong thời gian khủng hoảng và kết quả hàng năm của nhóm nhận được hỗ trợ tốt hơn 2,92% sau khi trừ phí. Giống như đề xuất của Vanguard ngay phần đầu, lợi ích của hoạt động tư vấn được thể hiện rõ ở những thời điểm mà người ta gặp khó khăn trong việc đưa ra quyết định hợp lý.

Hiện nay chúng ta đã chứng minh được các hướng dẫn tài chính thường đạt được hiệu quả đâu đó trong khoảng từ 2% đến 3% mỗi năm. Mặc dù lúc mới nhìn con số này có vẻ rất nhỏ, song bất cứ ai quen thuộc với sự kỳ diệu của lãi suất kép sẽ hiểu được nó có luỹ thừa lớn thế nào. Nếu cố vấn tài chính thực sự hữu ích thì hiệu quả của những sản phẩm tư vấn tốt về sau sẽ vô cùng đáng kể. Thực tế, các nghiên cứu đã chứng minh điều này.

Trong "Báo cáo Đánh giá giá trị tư vấn" năm 2012, Viện nghiên cứu Quỹ đầu tư của Canada đã cho thấy các nhà đầu tư sử dụng tư vấn

tài chính thường duy trì kế hoạch đầu tư dài hạn nhiều gấp rưỡi so với nhà đầu tư không sử dụng. Do các hợp đồng tư vấn thường là chiến lược được cân nhắc kỹ lưỡng, khoảng cách hiệu quả đầu tư giữa nhóm mua dịch vụ với nhóm không mua lớn dần theo thời gian. Với nhóm mua dịch vụ trong 4 - 6 năm, chênh lệch giữa hai bên là 1,58 lần. Những người duy trì dịch vụ từ 7 - 14 năm, hiệu quả đầu tư của họ lớn gần gấp đôi (1,99), và với gói dịch vụ từ 15 năm trở lên thì con số đó là 2,73 lần. Tư vấn tài chính tốt sẽ mất phí trong ngắn hạn, nhưng hiệu quả tích luỹ trong suốt cuộc đời đầu tư thực sự là con số đáng kinh ngạc.

Hy vọng đến thời điểm này, trong đầu bạn đã có chút niềm tin rằng hiệu quả tích luỹ của việc nhận được tư vấn đầu tư hợp lý là rất ấn tượng về mặt tài chính. Nhưng nếu nhìn xa hơn ích lợi tiền bạc, bạn nên cân nhắc liệu có lợi ích về chất lượng cuộc sống khi làm việc với một chuyên gia tài chính hay không.

Suy cho cùng thì rất nhiều người hoàn toàn có khả năng cắt cỏ, lau dọn nhà cửa hay sơn phòng nhưng họ vẫn thuê người khác làm. Trong khi có thể bạn có kỹ năng cắt cỏ tương đương người được thuê thì bạn vẫn yên tâm và có thêm thời gian cho người thân nhờ thuê người làm. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng ngoài các phần thưởng tài chính tích luỹ cho người thuê cố vấn, nó cũng có giá trị không kém trong vấn đề tăng tự tin và yên tâm.

Trong “Báo cáo Đánh giá giá trị tư vấn” của Canada cũng cho thấy những người chi trả cho dịch vụ tư vấn tài chính luôn cảm thấy tự tin và chắc chắn hơn về khả năng họ sẽ được nghỉ hưu một cách thoải mái cùng số tiền lớn hơn phòng khi khẩn cấp. Một nghiên cứu riêng của Hội đồng Tiêu chuẩn Hoạch định Tài chính cũng cho biết có tới 61% số người sử dụng dịch vụ tư vấn khẳng định “Tôi yên tâm” so với chỉ 36% số người trả lời “không có kế hoạch.” Và trong số có kế hoạch thì có tới 54% cho biết đã có chuẩn bị trong trường hợp nguy cấp so với 22% không có dự tính. Cuối cùng trong số người đã có chuẩn bị thì có tới 51% cảm thấy đã sẵn sàng cho nghỉ hưu so với con số đáng lo ngại 18% không sử dụng dịch vụ[21].

[21] The Value Of Financial Planning, Financial Planning Standards Council, fpsc.ca.

Nhận được tư vấn tài chính hữu ích sẽ giúp mang lại cả sự giàu có lẫn tự tin. Nghiên cứu cũng nói rõ ràng rằng một tư vấn tài chính đúng đắn sẽ giúp bạn giành được lợi nhuận cần thiết để đạt được mục đích tài chính đồng thời nâng cao chất lượng cuộc sống của bạn.

Mười câu hỏi cho cố vấn tài chính của bạn

Chúng ta đã thống nhất rằng làm việc với cố vấn tài chính sẽ giúp bạn loại bỏ được khuyết điểm của bản thân. Nhưng không phải cố vấn nào cũng tài giỏi như nhau. Hãy đưa ra mười câu hỏi sau cho vị cố vấn tương lai để chắc chắn bạn tìm được người giỏi nhất.

1. Anh/chị có phải là người được uỷ thác không? Người được uỷ thác phải chấp hành một yêu cầu theo pháp luật là phải đặt lợi ích của khách hàng lên đầu tiên.

2. Anh/chị sẽ làm thế nào để giúp tôi chống lại kẻ thù nguy hiểm nhất - bản thân tôi? Bạn đừng quên, huấn luyện hành vi là giá trị gia tăng lớn nhất của người cố vấn!

3. Phí tư vấn của anh/chị là bao nhiêu và cách tính như thế nào? Phí tư vấn có thể thương lượng dễ dàng hơn bạn nghĩ, nhất là với các tài khoản lớn.

4. Anh/chị có tập trung vào khách hàng nào không? Một số nhà tư vấn chuyên làm việc với các chủ doanh nghiệp nhỏ, "phụ nữ trong giai đoạn quá độ" hay những người thích đầu tư dựa trên giá trị.

5. Anh/chị cung cấp những dịch vụ nào? Một số chuyên gia tài chính chỉ tư vấn về việc lập kế hoạch hay đầu tư, trong khi số khác lại cung cấp nhiều mảng dịch vụ hơn. Hãy chắc chắn rằng dịch vụ của họ phù hợp với nhu cầu của bạn.

6. Anh/chị có những bằng cấp gì? Hãy lựa chọn những cố vấn có nhiều năm kinh nghiệm kết hợp với chứng nhận phù hợp và bằng cấp sau đại học.

7. Triết lý đầu tư của anh/chị là gì? Một triết lý đầu tư rõ ràng và súc tích là dấu hiệu cho thấy họ đã suy nghĩ rất sâu sắc. Nếu là một quảng cáo mang tính cổ điển thì tốt nhất bạn nên tránh xa.

8. Bao lâu thì chúng ta sẽ gặp gỡ một lần? Số lần phụ thuộc vào nhu cầu và sở thích của bạn, tốt nhất là khoảng từ một đến bốn lần mỗi năm.

9. Anh/chị có trải nghiệm đặc biệt nào về khách hàng không? Bạn mất tiền chi trả cho dịch vụ và nên được đối xử đúng mực.

10. Ai là người kế nhiệm dự tính của anh/chị là gì? Bạn có ý định hợp tác lâu dài với bất kỳ ai cũng đều nên hỏi câu này.

Giá trị ở nơi bạn ít mong đợi nhất

Chúng ta mở đầu chương trước với lời giải thích ngắn gọn về vấn đề dòng sông Jordan hay các vấn đề phức tạp được giải quyết bằng phương pháp quá đơn giản đến nỗi thường bị bỏ qua. Naaman đã chế giễu đề nghị của người đàn ông mộ đạo chính vì câu trả lời có vẻ quá nhỏ nhặt so với vấn đề to lớn và phức tạp của ông. Tương tự, ngày nay chúng ta thường có xu hướng tìm kiếm các phương thuốc phức tạp cho hầu hết các bệnh lý thể chất, mà bỏ qua các can thiệp mang tính hành vi đơn giản nhưng rất hiệu quả như chế độ ăn uống, tăng cường tập thể dục và thi thoảng tránh xa cuộc sống ồn ào.

Xu hướng đề cao tính phức tạp, bỏ qua sự đơn giản đã nảy sinh và tồn tại từ lâu trong giới đầu tư và khiến các nhà cố vấn cũng như khách hàng phớt lờ giá trị gia tăng lớn nhất của một chuyên gia tài chính. Một lần nữa, chúng ta sẽ xem xét các nghiên cứu để cố gắng xác định những yếu tố mang đến hiệu quả cho nhà đầu tư có tư vấn tài chính chuyên nghiệp.

Nghiên cứu “Chỉ số Alpha của nhà tư vấn” của Vanguard đã định lượng rất chính xác giá trị gia tăng (theo điểm cơ bản hay BPS: Basic Points) dựa trên nhiều hoạt động phổ biến của một nhà cố vấn và kết quả sẽ khiến bạn ngạc nhiên. Chúng bao gồm:

• Tái cân bằng - 35 bps

• Phân bổ tài sản - 0 đến 75 bps

• Huấn luyện hành vi - 150 bps

Thật thú vị, huấn luyện hành vi (kiểu như cầm tay chỉ việc) tạo ra giá trị gia tăng hơn bất kỳ hoạt động nào liên quan trực tiếp đến quản lý tiền bạc. Dựa trên giả định về giá trị gia tăng trung bình 3% mỗi năm thì có một nửa trong đó thuộc về huấn luyện hành vi, hay ngăn cản khách hàng đưa ra quyết định dại dột tại thời điểm sợ hãi hay tham lam! Chính xác hơn thì một cố vấn tạo ra giá trị gia tăng khi họ kiểm soát được cảm xúc hơn là quản lý tiền bạc của bạn.

Nghiên cứu “Gamma” của Morningstar cũng mô tả giá trị gia tăng thực sự của cố vấn và những điều nhà đầu tư cần lưu ý khi lựa chọn chuyên gia cho mình. Nó liệt kê các yếu tố tạo ra giá trị gia tăng như sau:

• Phân bổ tài sản

• Chiến lược rút vốn

• Hiệu quả thuế

• Phân bổ sản phẩm

• Tư vấn dựa trên mục tiêu

Dù một vài yếu tố của Gamma có thể tự học (chẳng hạn như phân bổ tài sản), những yếu tố khác vẫn là lợi thế đặc biệt của cố vấn viên. Giống như bất kỳ ai cũng có thể tìm ra chế độ thể dục thể thao hợp lý, việc tìm kiếm các hướng dẫn đầu tư vào một danh mục phong phú đa dạng các loại tài sản là không hề khó khăn.

Nhưng nếu chỉ kiến thức là đủ để tạo ra hành vi thích hợp thì nước Mỹ hiện tại sẽ không là nước béo phì nhất thế giới và đang có nguy cơ khủng hoảng hưu trí nghiêm trọng. Tuy kiến thức phù hợp là điểm khởi đầu cần thiết, song một huấn luyện viên cá nhân giúp chúng ta đảm bảo tuân thủ theo kế hoạch còn quan trọng hơn.

Vậy các cố vấn tài chính có giúp tăng giá trị không?

Các nghiên cứu mạnh mẽ khẳng định là Có, cả về cải thiện phương thức và chất lượng cuộc sống. Nhưng họ sẽ chỉ tạo ra giá trị nếu chúng ta biết rõ mình cần gì khi lựa chọn đối tác quản lý tài sản phù hợp. Xu hướng tự nhiên của chúng ta thường thiên về tính phức tạp và lời quảng cáo hào nhoáng, tìm kiếm những người dẫn đầu với các tuyên bố táo bạo về kiến thức bí truyền. Yếu tố giúp chúng ta ngày càng giàu có hơn là một đối tác có kiến thức sâu sắc cùng mối quan hệ rộng lớn - người sẽ khiến chúng ta lắng nghe trong lúc sợ hãi và giúp chúng ta tránh các khuyết điểm của bản thân. Một giải pháp đơn giản cho vấn đề phức tạp; tôi nghĩ Naaman là minh chứng rõ nét nhất.

Thực hành

Suy nghĩ: “Một cố vấn giúp tôi tránh được năm lỗi lầm lớn trong đời quan trọng hơn việc kiếm tiền.”

Đặt câu hỏi: “Nếu giá trị hàng đầu của một cố vấn là huấn luyện hành vi, tôi có thể mong chờ gì từ mối quan hệ với cố vấn tiềm năng?”

Hành động: Tranh thủ sự giúp đỡ của người cố vấn coi huấn luyện hành vi là nhiệm vụ hàng đầu của họ.

Quy tắc 3
Bất ổn là cơ hội

"Thời điểm bi quan cực độ là thời điểm tốt nhất để mua, và thời điểm lạc quan cực độ là thời điểm tốt nhất để bán."

- Sir John Templeton

Chắc bạn từng nghe câu nói hài hước nổi tiếng của Nietzsche, "thứ không giết được chúng ta sẽ giúp chúng ta mạnh mẽ hơn." Nhưng có lẽ bạn không biết ông đã phát ngôn như vậy ngay trước khi mắc bệnh giang mai, suy nhược thần kinh và chết dần bởi sự kết hợp đầy khó chịu của bệnh tâm thần, đột quỵ và tê liệt[22].

[22] J. M. Brown, Backstage Wall Street: An Insider's Guide to Knowing Who to Trust, Who to Run From, and How to Maximize Your Investments (McGraw-Hill Education, 2012), p. 9.

Trong cuộc sống cũng như trong thị trường tài chính, thật dễ dàng để khoác lác về chuyện trở nên tham lam khi người khác đang sợ hãi, nhưng làm được thế lại là chuyện khác. Đa phần khó khăn này là do những cách riêng biệt mà chúng ta cố gắng xử lý và bám lấy các sự kiện tiêu cực.

Chúng ta làm một thử nghiệm nhanh với giả định rằng bạn có một ngày-tốt-đẹp-nếu-không-có-vài-điều- buồn-bực-xảy-ra. Tôi muốn bạn dành ra từ 30-60 giây để tưởng tượng điều gì có thể biến ngày hôm nay trở nên tốt đẹp hơn đáng kể và viết ra. Giờ tôi muốn bạn xem xét điều gì khiến nó trở nên tồi tệ hơn nhiều. Hãy dành 30-60 giây và viết ra một danh sách những điều thực sự phá huỷ ngày hôm nay. Nào giờ hãy so sánh hai danh sách - cái nào dài hơn? Cái nào sinh động hơn? Cái nào thực tế hơn?

Nếu bạn cũng giống đa số mọi người thì hẳn là sẽ dễ dàng tạo ra một

danh sách các sự kiện thê thảm hơn hẳn những điều thực sự xảy ra trong ngày. Chúng ta thường có xu hướng tưởng tượng ra điều xấu nhất và ghi nhớ các sự kiện tiêu cực như là một biện pháp chống lại các tổn hại trong tương lai. Xu hướng tiêu cực hoá được vận dụng thành thạo bởi những người bán đủ loại đồ, ông chủ một tờ báo cũng nằm trong đó. Như Nick Murray từng nói, "gần như mỗi ngày luôn luôn có một thảm hoạ tận thế xảy ra đâu đó trên thế giới. Và trong những dịp hiếm hoi không có sự kiện nào thì báo chí chỉ đơn giản là sáng tạo ra và trình bày nó 24/7 như là ngày tận cùng của thế giới."

Có ba điều mà các nhà đầu tư thông minh cần phải hiểu nếu họ thực sự muốn miễn dịch trước nỗi sợ hãi được reo rắc bởi những kẻ đầu cơ nguy hiểm: điều chỉnh và thị trường giá xuống là một phần tất yếu của bất cứ chu kỳ đầu tư nào, chúng đại diện cho cơ hội mua dài hạn và cần một quy trình có hệ thống để tận dụng lợi thế của chúng.

Một 'điều chỉnh' được định nghĩa là giảm 10% giá cổ phiếu, trong khi 'thị trường giá xuống' được hiểu là giảm 20%. Cả hai định nghĩa đều dựa trên ý kiến cá nhân, nhưng do chúng được thừa nhận rộng rãi và tác động đến hành vi của các nhà đầu tư khác, nên chúng xứng đáng được xem xét.

Từ năm 1900 đến 2013, thị trường chứng khoán Mỹ đã có 123 lần điều chỉnh - trung bình cứ mỗi năm một lần! Tổn thất lớn hơn được coi là dấu hiệu của thị trường giá xuống thì xuất hiện thưa thớt hơn, trung bình khoảng 3,5 năm một lần. Mặc dù giới truyền thông vẫn luôn kêu gào như thể thị trường giảm 10% đến 20% giá trị là ngày tận thế, nhưng chúng vẫn xảy ra thường xuyên như hoa nở mùa xuân và không thể phủ nhận xu hướng thị trường làm gia tăng nhanh chóng sự giàu có trong một thời gian dài.

Thật bất ngờ khi xem xét suốt hơn 100 năm đó xảy ra đồng thời cả hai trường hợp: lợi nhuận hàng năm ở mức hai con số cùng số người tham gia giảm hai con số.

Thực tế là như vậy, hãy lặp lại theo tôi: "Thị trường giá xuống là một phần tự nhiên của chu kỳ kinh tế và trong suốt cuộc đời mình, tôi hy vọng nó xảy ra khoảng 10 đến 12 lần."

Bảng 2 cho thấy những mốc thời điểm xảy ra thị trường giá xuống tại Mỹ từ năm 1929, thời gian diễn ra và mức đáy của chúng.

Thị trường giá xuống và những kỳ điều chỉnh xảy ra khá thường xuyên và có tác động mạnh mẽ, nhưng sức tàn phá lợi nhuận của

chúng mang tính hành vi cũng khủng khiếp như khía cạnh tài chính. Carl Richards, tác giả cuốn *The Behavior Gap* đã đưa ra ví dụ là tháng 10 năm 2002, "tháng thứ năm liên tiếp số tiền các nhà đầu tư rút ra khỏi quỹ đầu tư chứng khoán nhiều hơn số tiền đưa vào - lần đầu tiên có đợt thoái vốn khủng khiếp như vậy." Bạn muốn biết đáy thị trường mà từ điểm đó chứng khoán sẽ tăng gần gấp đôi trong vòng 5 năm tới đúng không? Phải - tháng 10 năm 2002.

Tuy nhiên, khuynh hướng hành vi bất thường không chỉ xảy ra trong các nhà đầu tư nhỏ. Theo chia sẻ của Burton Malkiel trong cuốn *A Random Walk Down Wall Street*, "Cảnh báo của các nhà quản lý quỹ tương hỗ (được coi là đại diện cho một khoản tiền mặt cực lớn) gần như trùng hợp hoàn toàn với các mốc đáy của thị trường.

Đỉnh điểm tiền mặt tại các quỹ tương hỗ trùng khớp với đáy thị trường trong suốt những năm 1970, 1974, 1982, và cuối năm 1987, sau sự sụp đổ nghiêm trọng của thị trường chứng khoán."

Sự kiện	Nguyên nhân	Đỉnh điểm của thị trường	Mức giảm cao nhất (%)	Thời gian diễn ra (tháng)
Sụp đổ 1929	Đòn bẩy quá mức; hăng hái thái quá	Tháng 9/ 1929	-86	33
1937 FED siết chặt	Chính sách siết chặt cung tiền quá vội vàng	Tháng 3/ 1937	-60	63
Khủng hoảng hậu Thế chiến II	Giải ngũ sau chiến tranh; lo sợ suy thoái kinh tế	Tháng 5/ 1946	-30	37
Flash Crash[23] năm 1962	Flash crash; Khủng hoảng tên lửa Cuba	Tháng 12/ 1961	-28	7
Khủng hoảng kỹ thuật năm 1970	Kinh tế quá nóng; tình trạng bất ổn dân sự	Tháng 11/ 1968	-36	18
Lạm phát	OPEC cấm vận dầu mỏ	Tháng 1/ 1973	-48	21
Quy tắc Volcker	Mục tiêu giảm lạm phát	Tháng 11/ 1980	-27	21

Khủng hoảng 1987	Lỗi hệ thống máy tính hỗ trợ giao dịch; thị trường quá nóng	Tháng 8/ 1987	-34	3
Bong bóng công nghệ	Định giá quá cao; Khủng hoảng bong bóng dot-com	Tháng 3/ 2000	-49	31
Khủng hoảng tài chính toàn cầu	Sử dụng đòn bẩy/ nhà đất; sự sụp đổ của nhà Lehman	Tháng 10/ 2007	-57	17
Trung bình			-45	25

Bảng 2 - Giai đoạn khủng hoảng của thị trường chứng khoán Mỹ

Những tác động của thị trường giá xuống gây thiệt hại đến tài sản được phóng đại bởi phản ứng của chúng ta trong cơn sợ hãi. Chính điều này sẽ khiến tình hình càng khó khăn gấp bội, bởi thực tế kinh nghiệm chủ quan của chúng ta thường trái ngược với thực tiễn thị trường; khi thị trường đáng sợ nhất chính là lúc nó an toàn nhất. Cố vấn của Warren Buffett từng nói, "nhà đầu tư tỏ ra hoảng loạn hay lo lắng quá mức trước sự suy giảm phi lý của thị trường đã biến lợi thế cơ bản của mình thành bất lợi."[24] Niềm hy vọng duy nhất để kiểm soát nỗi lo lắng không cần thiết này là tiếp cận đầu tư một cách có hệ thống và một ý chí theo đuổi đến cùng - tôi sẽ nói rõ hơn ở phần sau.

[24] Graham and Zweig, Intelligent Investor, p. 217.

Trung bình người lớn thường dành khoảng một giờ trong mỗi tám tiếng để suy nghĩ về tương lai, nghĩa là mỗi ngày họ sẽ dành khoảng hai giờ tỉnh táo để tự hỏi ngày mai sẽ thế nào. Thật không may, vì lo lắng có xu hướng vượt quá (còn nhớ ngày khủng khiếp mà bạn tưởng tượng ra chứ?) sự bình tĩnh, nên cả hai tiếng đó sẽ chỉ dành để lo nghĩ ngày mai có ổn không. Những người luôn lo lắng như vậy sẽ không nhận ra rằng mỗi khi thị trường hỗn loạn chính là điềm báo sắp đến giai đoạn thu lợi lớn.

Chẳng hạn như có một sự thật ngược đời là thời điểm thất nghiệp cao kỷ lục thường có xu hướng dẫn đến bội thu trên thị trường chứng khoán[25]. Xem xét khám phá của Ben Carlson cũng cho thấy điều tương tự, "Thị trường thường không có lợi nhuận tốt nhất khi

đi từ tình trạng tốt đến tuyệt vời, mà chúng thường tạo ra kết quả tốt nhất khi mọi thứ chuyển từ trạng thái tồi tệ đến không-quá-tồi-tệ như trước đây."

[25] *Carlson, Common Sense, p. 68.*

Trong cuốn *The Elements of Investing*, tác giả Burton Malkiel và Charlie Ellis đã viện dẫn phương pháp của một công ty đứng vững qua thăng trầm của thị trường có vẻ giống hệt cách làm của các bậc cha mẹ (và cựu thanh thiếu niên): "Đầu tư cũng giống như nuôi dạy trẻ vị thành niên - 'thú vị' trong suốt giai đoạn chúng dần trưởng thành. Những bậc cha mẹ khôn ngoan biết phải tập trung vào các vấn đề lâu dài, chứ không phải những cơn bộc phát hàng ngày."

Bạn có từng tự hỏi tại sao bạn không thể tự thọc lét bản thân không? Lý do là não bộ của bạn đã xuất hiện ý nghĩ, "Này, tôi phải tự thọc lét mình" trước khi bạn hành động. Đến khi bạn thực hiện hành động đó, cơ thể bạn đã biết trước rồi và hiệu quả sẽ không giống như người khác thọc lét bạn.

Hình thành các giả định hợp lý về biến động của thị trường cũng đưa lại cùng kết quả - kỳ vọng sẽ khiến tác hại của sự biến động giảm đi. Nếu quá tin tưởng vào các phản ứng thái quá của truyền thông, bạn sẽ chịu thiệt hại gây ra bởi con dao hai lưỡi là tài chính và hành vi. Song nếu bạn coi điều chỉnh là điều hiển nhiên tệ nhất và là cơ hội tốt nhất thì sẽ kiếm được tiền từ sự hoảng loạn của người khác.

Thực hành

Suy nghĩ: "Thị trường giá xuống, suy thoái và đặc biệt là sự không chắc chắn là cái giá tôi phải trả để có được lợi nhuận cao."

Đặt câu hỏi: "Liệu có phải các sự kiện khiến mọi người lo sợ chính là cơ hội của tôi?"

Hành động: "Lập một danh sách các cổ phiếu bạn yêu thích chất-lượng-cao-nhưng-giá-quá-cao và bạn sẽ mua khi biến động thị trường khiến giá của chúng trở nên hấp dẫn hơn."

Quy tắc 4

Quá vui mừng - một ý tưởng tồi

"Nếu cho rằng đầu tư là một trò giải trí, và cảm thấy vui vẻ thì có lẽ bạn sẽ không kiếm được tiền. Đầu tư tốt rất nhàm chán."

- George Soros

Mỗi khi tổ chức hội thảo về đánh giá rủi ro, tôi luôn yêu cầu người tham dự viết ra một từ mà nếu đánh vần sẽ nghe như "dahy." Bạn hãy dành ra vài giây và viết từ đó, đừng suy nghĩ gì cả.

Rõ ràng có hai cách phát âm từ đó trong tiếng Anh là "dye" (màu nhuộm) hoặc "die" (chết chóc). Từ nào xuất hiện trong đầu bạn trước tiên có lẽ hoàn toàn liên quan tới tâm trạng của bạn lúc này. Mỗi khi nhớ lại, những người có một ngày tốt đẹp thường nghĩ tới những từ ít đau buồn hơn, trong khi người có một ngày khó khăn thường suy nghĩ tiêu cực hơn.

Nhưng tác động của tâm trạng không chỉ giới hạn trong việc hồi tưởng. Cảm xúc ảnh hưởng tới cách chúng ta nhớ về quá khứ và suy nghĩ tới tương lai. Khi hỏi người có ngày tồi tệ (những người đã viết từ "die," tôi đang nói bạn đó) về thời thơ ấu của họ và họ sẽ cho bạn biết hồi đó họ mũm mĩm thế nào, nhiều mụn trứng cá ra sao và chưa bao giờ là người được chọn đầu tiên cho môn kickball[26]. Vẫn người đó nếu bạn hỏi họ vào ngày nắng nóng, họ có thể sẽ nhớ lại mùa hè ở Nantucket và ba lần liên tục giải khát ở nhà hàng Tastee Freeze.

[26] Là môn thể thao dùng bóng chày để đá chứ không sử dụng bóng đá thông thường.

Chúng ta thường so sánh bộ não người với máy tính - một thiết bị lưu trữ có vỏ máy và hiển thị thông tin trên màn hình một cách khách quan. Thực tế, não bộ chúng ta dễ bị kích thích hơn nhiều so

với siêu máy tính, có nghĩa là một nhà đầu tư thông minh phải biết cách phòng ngừa để đảm bảo cảm xúc trong một thời điểm nào đó không làm ảnh hưởng tới ý thức của anh ta ở hiện tại. Nhà đầu tư Ben Carlson đã thẳng thắn trình bày: "Rất nhiều khía cạnh trong cuộc sống đòi hỏi bạn phải có cảm xúc - bạn nên thể hiện cảm xúc trong lễ cưới hoặc khi con bạn được sinh ra. Nhưng cảm xúc là kẻ thù nguy hiểm của quyết định đầu tư đúng đắn. Tôi xin phép được nhấn mạnh thêm lần nữa: cảm xúc là kẻ thù nguy hiểm của quyết định đầu tư đúng đắn."[27]

[27] Ibid, trang 16.

Một nghiên cứu của nhà tâm lý học xã hội Jennifer Lerner cùng các đồng nghiệp đã đưa ra một số ý kiến cho rằng cảm xúc có thể tác động tới khả năng đánh giá rủi ro cùng sự sẵn lòng trả giá của chúng ta[28]. Lerner và cộng sự của bà đã chia người tham gia thành hai nhóm - Buồn bã và Không cảm xúc. Nhóm Buồn bã được xem trích đoạn bộ phim *The Champ* có cảnh người cha của cậu bé võ sĩ nhí chết. Sau đó họ được yêu cầu viết một đoạn văn ngắn miêu tả cái chết này đã ảnh hưởng đến tâm trạng của họ như thế nào. Nhóm Không cảm xúc được xem một đoạn phim ngắn nói về cá và được yêu cầu viết về các hoạt động hàng ngày. Sau khi xem xong các đoạn phim này, người tham gia được thông báo rằng họ sẽ thực hiện nghiên cứu thứ hai, không liên quan đến nghiên cứu đầu tiên. Trong nghiên cứu này, một nhóm được đề nghị đưa ra giá bán cho cây bút dạ quang và nhóm còn lại sẽ đưa ra giá mà họ sẵn sàng mua cho cây bút này.

[28] N.J. Goldstein, S.J. Martin and R.B. Cialdini, Yes!: 50 Scientifically Proven Ways to Be Persuasive (Free Press, 2009), p. 188.

Kết quả nghiên cứu đã khẳng định thêm nghi vấn của chúng ta - cảm xúc đã tác động rất mạnh đến quyết định mức giá mà giao dịch sẽ diễn ra. Những người mua thuộc nhóm Buồn bã sẵn sàng trả giá cao hơn 30% cho cây bút so với nhóm Không cảm xúc. Nỗi buồn đã khiến họ trả mức giá phi thực tế theo phương thức giải toả cảm xúc bằng mua sắm. Người bán thuộc nhóm Buồn bã cũng cho thấy ảnh hưởng của cảm xúc - sẵn sáng bán giá thấp hơn 33% so với nhóm Không cảm xúc.

Nếu chỉ thảo luận về việc thanh toán quá mức cho một cây bút thì rất ít người quan tâm, song nếu chúng ta mở rộng kết quả này sang đánh giá sự giàu có cá nhân thì hiệu quả sẽ rất ấn tượng. Một nhà đầu tư chịu tác động của cảm xúc sẽ mua cổ phiếu với mức giá quá cao do sự phấn khích của bản thân và bán với giá quá rẻ trong tuyệt

vọng. Có vẻ như cây bút tài chính Walter Bagehot đã tiến gần sát đến vấn đề, rất lâu trước khi có khái niệm tài chính hành vi, khi ông viết, "Con người có lương tri nhất là khi họ hạnh phúc nhất."[29]

[29] J.K. Galbraith, A Short History of Financial Euphoria (Penguin, 1994), p. 6.

Khi bị kích động

Tiếp tục xem xét cách tâm trạng ảnh hưởng tới khả năng đánh giá rủi ro, chúng ta hãy chuyển sang cuốn sách của nhà kinh tế học hành vi Dan Ariely. Trong cuốn *Predictably Irrational*, Ariely đã nói về một số - kích thích - được ông và một nhóm cộng sự tiến hành. Ariely và cộng sự đã khảo sát một nhóm sinh viên 19 câu hỏi về sở thích tình dục, bao gồm cả khuynh hướng tham gia vào hành vi tình dục "kỳ quái," lừa dối bạn tình, thực hiện hành vi tình dục an toàn và tôn trọng bạn tình.

Họ hỏi nhóm sinh viên có tâm trạng "bình thản," không bị khuấy động về mặt cảm xúc và tình dục trước. Như bạn có thể dự đoán, xu hướng của nhóm này là ủng hộ tình dục an toàn, đồng thuận, tôn trọng mong muốn của bạn tình và chỉ thực hiện hành vi với bạn tình hiện tại.

Tiếp đó, Ariely cùng nhóm của mình đã dùng các hình ảnh khiêu dâm nhằm kích động cảm xúc và ham muốn tình dục của người tham gia. Khi bị kích thích ham muốn, câu trả lời cho 19 câu hỏi của họ đã thay đổi đáng kể. Có tới 136% sẵn sàng lừa dối bạn tình, 72% có khả năng tham gia vào hành vi tình dục kỳ quái và 25% có thể thực hiện hành vi tình dục không an toàn. Ariely tổng kết lại, "Phòng ngừa, bảo vệ, bảo thủ và đạo đức đã hoàn toàn biến mất khỏi màn hình radar. Họ đã không thể tiên đoán được mức độ mà ham muốn có thể thay đổi bản thân."[30]

Kết luận đáng sợ của cuộc khảo sát có thể khiến chúng ta tin rằng tác động của nó chỉ giới hạn trong khía cạnh tình dục, nhưng đó là suy nghĩ rất sai lầm. Như Ariely đã chú thích, "… chúng ta cũng có thể phỏng đoán các trạng thái tình cảm khác (như tức giận, đói khát, phấn khích, ghen tuông,…) có tác động tương tự, biến chúng ta trở nên hết sức xa lạ."[31]

[30] D. Ariely, Predictably Irrational: The Hidden Forces that Shape Our Decisions (HarperCollins, 2009), p. 97.

[31] Ibid.

Nhóm sinh viên trong khảo sát biết rõ các quy tắc - luôn mang theo bao cao su và không bao giờ lừa dối bạn tình - họ chỉ không quan tâm đến các quy tắc trong khoảnh khắc bị kích động thôi. Và chắc hẳn bạn cũng hiểu rất nhiều quy tắc đầu tư thông minh - nhưng trong giây phút sợ hãi hoặc tham lam bạn không quan tâm đến chúng nữa. Nhà tâm lý học và tư vấn kinh doanh Brett Steenbarger đã nói rất cụ thể, "… tác động thực của cảm xúc lên khía cạnh kinh doanh có vẻ như là sự phá bỏ các quy tắc quản trị… Tuy nhiên, dưới ảnh hưởng của cảm xúc, sự chú ý của họ (các thương nhân) tập trung vào điểm mà họ sẽ bỏ qua mọi nguyên tắc của mình. Thông thường, nó không nằm trong trường hợp vì chịu tác động của cảm xúc mà họ nghi ngờ các nguyên tắc của mình; ngược lại, họ chỉ đơn giản là quên chúng đi thôi."[32]Cho dù thông minh cỡ nào, một nhà đầu tư cảm tính sẽ trở nên xa lạ với chính bản thân và các nguyên tắc của mình.

[32] B.N. Steenbarger, The Psychology of Trading: Tools and Techniques for Minding the Markets (John Wiley & Sons, 2002), p. 54.

Mười mẹo để nhanh chóng kiểm soát cảm xúc

Cảm xúc ảnh hưởng đến nhận thức của chúng ta về mọi thứ, bao gồm cả thời gian, rủi ro và mức giá thích hợp. Dưới đây là một số gợi ý rất hữu ích để kiềm chế cảm xúc:

1. Rèn luyện thân thể khoẻ mạnh

2. Xác định lại vấn đề

3. Hạn chế lượng cà phê và rượu

4. Nói chuyện với bạn bè

5. Đừng phản ứng ngay

6. Thay đổi sự chú ý của bạn

7. Gắn nhãn cảm xúc của bạn

8. Ghi lại suy nghĩ và cảm xúc của bạn

9. Thử thách những suy nghĩ tiêu cực

10. Kiểm soát càng nhiều khía cạnh càng tốt

Câu chuyện truyền miệng

Có rất nhiều lý do một cổ phiếu thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư. Có thể đó là một công ty hay sản phẩm mà cá nhân bạn đã từng sử dụng, hoặc có thể bạn nghe lỏm một người bạn nhắc đến nó trong bữa tiệc nhẹ buổi tối, hay có lẽ bạn muốn trở thành nhà đầu tư đi đầu trong một xu hướng mới. Cho dù bạn bị cuốn hút vì bất kỳ lý do gì, dường như nó được gói gọn trong một vài câu chuyện lớn lao hơn, mà cái kết của chúng là, "…

cô ấy đã trở nên giàu có và sống hạnh phúc suốt đời." Những câu chuyện truyền miệng luôn phớt lờ mọi lý do, bỏ qua lý trí và chạy thẳng vào tim. Vì lý do này mà chuyện truyền miệng cũng trở thành kẻ thù của nhà đầu tư hành vi.

Hãy cân nhắc xem bạn sẵn sàng trả bao nhiêu tiền cho một chiếc găng tay có đính trang sức theo mốt của những năm 1980. Không nhiều đâu, tôi dám cá đấy. Nào giờ bạn sẽ trả bao nhiêu nếu tôi nói rằng Michael Jackson đã từng đeo nó? Tiết lộ này đã lập tức thay đổi hoàn toàn cách bạn đánh giá món đồ. Nếu chỉ là một phụ kiện của ca sĩ nhạc pop những năm 1980 thì cũng chẳng có gì đáng nói, song nếu là mua cổ phiếu thì việc sẽ hết sức nguy hiểm.

Cây bút Rob Walker và Joshua Glenn hiểu rất rõ sức mạnh của những câu chuyện truyền miệng và thực hiện một nghiên cứu xã hội gọi là Dự án mục tiêu quan trọng. Nó được thiết kế để kiểm tra giả thuyết cho rằng "câu chuyện truyền miệng biến cái không đáng kể thành đáng kể." Walker và Glenn đã mua 100 món đồ cũ được bán ở buổi dọn kho và đề nghị những người bạn vốn là nhà văn đánh bóng chúng bằng những câu chuyện hư cấu.Những mặt hàng rẻ tiền có tổng giá mua chỉ dưới 130 USD đã được bán với giá trên 3.600 USD trên eBay.

Vâng, sức mạnh của câu chuyện đã khiến người mua trên eBay phải trả tới 52 USD cho một chiếc găng tay chống nóng đã qua sử dụng.

Sức ảnh hưởng của thông tin truyền miệng thể hiện rõ nét nhất trong các đợt chào bán cổ phiếu phát hành lần đầu (IPO). Các đợt IPO thường được đánh giá là mới lạ, tập trung vào các lĩnh vực mới đang phát triển, và các công ty cũng có xu hướng chào bán ra công chúng trong thời điểm thịnh vượng. Tác động của những lời nói rỉ tai, cảm xúc kết hợp với nỗi sợ thua lỗ đã khiến các đợt IPO trở nên cực kỳ hấp dẫn với cả nhà đầu tư dù là chuyên nghiệp và bán lẻ. Vậy hứng thú này được truyền cho công chúng như thế nào? Cogliati, Paleari và Vismara đã trình bày trong "giá IPO: tốc độ tăng trưởng được thể hiện qua giá chào bán" rằng IPO trung bình ở Mỹ kém mức tiêu chuẩn của thị trường tới 21% trong ba năm đầu sau khi chào bán[33].

Bất chấp thất bại nặng nề này, cũng không có dấu hiệu gì cho thấy nhu cầu về các đợt IPO sẽ suy giảm trong thời gian tới. Rốt cuộc, vẫn sẽ luôn có các câu chuyện được thêu dệt.

[33] G.M. Cogliati, S. Paleari and S. Vismara, 'IPO Pricing: Growth Rates Implied in Offer Prices' (SSRN, February 1, 2008).

Những rủi ro bắt nguồn từ đầu tư cảm tính là vô số, nhưng có lẽ thiệt hại chủ yếu gây ra là do rút ngắn giai đoạn. Một kế hoạch yêu cầu cam kết dài hạn cần một cái đầu lạnh, nhưng cảm xúc lại nói, "Tôi muốn nó ngay lúc này." Bốn nhà tâm lý học của Đại học Princeton đã chứng minh điều này bằng cách thực hiện chụp cắt lớp não bộ của người tham gia được cho hai lựa chọn: nhận ngay thẻ quà tặng 15 USD của Amazon hoặc sau hai tuần nữa nhận thẻ 20 USD. Nghiên cứu cho thấy:

" … khả năng nhận thẻ quà tặng 15 USD ngay bây giờ gây ra một sự băn khoăn không bình thường tại vùng kích thích nằm ở khu vực rìa não của hầu hết sinh viên - nhóm cấu trúc não chủ yếu chịu trách nhiệm về đời sống tình cảm cũng như sự hình thành trí nhớ của chúng ta. Các nhà nghiên cứu nhận thấy rằng, sinh viên càng cảm thấy thích thú về thứ gì đó mà không được thoả mãn ngay thì khả năng họ lựa chọn vật thay thế ngay lập tức càng lớn."[34]

[34] M. Lindstrom, Buyology: Truth and Lies About Why We Buy (Random House Business, 2009), pp. 27-28.

Thực tế, một nhà đầu tư phấn khích là người thiếu kiên nhẫn, mà một nhà đầu tư thiếu kiên nhẫn sẽ đầu tư thất bại.

Trong hầu hết các khía cạnh của cuộc sống, cảm xúc đóng vai trò rất quan trọng và cần được xem xét cẩn thận. Cảm xúc giúp chúng ta thấu hiểu người thân, khiến chúng ta làm việc tốt và có thể mang lại những khoảnh khắc quý giá nhất trong cuộc sống. Song chúng ta nên loại bỏ nó hoàn toàn khi đưa ra quyết định đầu tư, nó cũng chính là minh chứng khác về khoảng cách rộng lớn giữa Thực tại và Thế giới điên cuồng ở phố Wall. Nghĩa là những trạng thái khóc, cười, yêu thương và tức giận - hoàn toàn bị gạt ra khỏi đó.

Thực hành

Suy nghĩ: "Cảm xúc khiến tôi trở thành một người khác hoàn toàn."

Đặt câu hỏi: "Liệu quyết định này có bị tác động bởi sự sợ hãi hay tham lam không?"

Hành động: “Lập một tài khoản nhỏ (có thể khoảng 3% số tiền bạn có) riêng biệt với các khoản đầu tư dài hạn để kiểm chứng và rút kinh nghiệm.

Quy tắc 5
Bạn không đặc biệt

“Bạn không đặc biệt. Bạn cũng không phải là một bông tuyết đẹp hoặc độc đáo. Bạn chỉ là chất hữu cơ đang dần hư thối giống như bất kỳ thứ gì.”

- Chuck Palahniuk, FIGHT CLUB

"Tôi không thích làm việc với những bệnh nhân đang yêu. Có lẽ là vì lòng đố kỵ - tôi cũng rất ao ước được say mê trong tình yêu. Có lẽ bởi vì tình yêu và tâm lý trị liệu về cơ bản là khác nhau. Các nhà trị liệu tốt chiến đấu trong bóng tối và tìm kiếm ánh sáng, trong khi tình yêu lãng mạn được duy trì bởi sự bí ẩn và tan vỡ trong quá trình khảo nghiệm. Tôi ghét trở thành đao phủ tình yêu.”

Đó là câu nói của tiến sĩ Irvin Yalom, giáo sư trường Stanford và theo một ước tính khiêm tốn thì ông là tác giả của hàng loạt sách tâm lý học hay nhất được xuất bản trong suốt 50 năm qua. Trong khi tuyên bố của Yalom nhằm trực tiếp vào tình yêu lãng mạn trong quá trình điều trị, còn với tôi, hiển nhiên là dùng nó trong thị trường vốn. Giống như pháp đồ điều trị tốt chính là tìm kiếm sự tỏa sáng của cá nhân, thì đầu tư hiệu quả chính là vượt qua được niềm tin vào cái tôi đặc biệt của bản thân, thứ thường khiến chúng ta bỏ qua các phương pháp tiếp cận dựa trên xác suất để ủng hộ một niềm tin mơ hồ rằng, “các quy tắc đó không có tác dụng với tôi.”

Nhà đầu tư xoàng xoàng thường hay dựa vào các quy tắc và hệ thống - họ làm theo chỉ dẫn và thu được phần thưởng. Còn nhà đầu tư bị mắc kẹt trong nhu cầu phải tốt hơn mức trung bình luôn tập trung vào các quy tắc ủng hộ ý tưởng riêng của họ và phải trả giá đắt cho sự kiêu ngạo của bản thân. Giống như Yalom buộc phải trở thành “đao phủ của tình yêu” để thúc đẩy khả năng tự xem xét nội tâm thực sự của khách hàng, bạn phải tàn nhẫn loại bỏ cái tôi để đạt được kết quả đầu tư phi thường. Như tác giả và nhà đầu tư James P.

O'Shaughnessy đã nói, "chìa khoá để đầu tư thành công là nhận ra rằng chúng ta cũng dễ bị tổn thương bởi hành vi sai lệch như người bên cạnh."[35]

[35] J. O'Shaughnessy, What Works on Wall Street: The Classic Guide to the Best- Performing Investment Strategies of All Time (McGraw-Hill Education, 4th edition, 2011), p. 26.

Khuynh hướng tự hào của chúng ta bắt nguồn từ một số ít lỗi nhận thức đã được ghi nhận, bao gồm niềm tin vào ngoại lệ cá nhân, được coi là tự tin thái quá và thiên hướng thừa nhận thành công, chối bỏ bất hạnh, được biết đến như là Lỗi quy kết cơ bản. James Montier từng đề cập rằng có tới 95% mọi người tin rằng họ có khiếu hài hước trên mức trung bình[36]. Trong cuốn sách In Search of Excellence, Peters và Waterman phát hiện ra rằng 100% nam giới tham gia khảo sát cho rằng họ cao hơn mức tiêu chuẩn trung bình của nam và 94% nam giới cảm thấy họ chăm chỉ thể dục thể thao hơn mức trung bình[37].

[36] J. Montier, Value Investing: Tools and Techniques for Intelligent Investment (John Wiley & Sons, 2009).

[37] T.J. Peters and R.H. Waterman, Jr., In Search of Excellence: Lessons from America's Best-Run Companies (Harper Business, 2006).

Khi xếp hạng khả năng toán học trên toàn thế giới, học sinh trung học Mỹ đứng ở mức trung bình. Tuy nhiên, vẫn nhóm học sinh đó khi được đề nghị tự đánh giá thì họ tin rằng mình dẫn đầu thế giới. Josh Brown của đài CNBC đã giải thích hành động này, "Có thể coi đó là sự tự tin nói chung, song nếu kết hợp khả năng toán học trung bình với tự tin thái quá thì đó là sai lầm rất lớn của giới đầu tư ngày nay."[38] Niềm tin vào ngoại lệ cá nhân làm chúng ta bỏ qua các nguy cơ tiềm ẩn, tập trung quá đáng vào vị thế chứng khoán và lạc lối trong những lĩnh vực thuộc phạm vi năng lực cá nhân. Thừa nhận năng lực tầm thường của chúng ta là yêu cầu điển hình của Thế giới điên rồ ở phố Wall để có được kết quả đầu tư xuất sắc.

[38] Brown, Backstage Wall Street, p. 6.

Nếu vấn đề chỉ giới hạn ở tính tự phụ sai lầm của nam giới về thể chất của họ thì cũng chẳng gây nguy hại cho người khác, song sự tự tin thái quá nguy hiểm cũng xuất hiện ở cả nhà đầu tư mới và nhà đầu tư chuyên nghiệp. Meir Statman viết trong cuốn *What Investors Really Want:*

"Trong giai đoạn đỉnh điểm của chứng khoán vào tháng 2 năm 2000,

Gallup đã tiến hành khảo sát các nhà đầu tư cá nhân và nhận được ý kiến đánh giá rằng, thị trường chứng khoán sẽ mang lại lợi nhuận trung bình là 13,3% trong 12 tháng tiếp theo. Tuy nhiên, họ lại kỳ vọng danh mục đầu tư của bản thân sẽ đạt 15,5%… Thành viên của Hiệp hội các nhà đầu tư cá nhân Hoa Kỳ đã đánh giá quá cao lợi nhuận đầu tư của họ, trung bình là 3,4 điểm phần trăm so với lợi nhuận thực tế, và đánh giá lợi nhuận của họ vượt so với nhà đầu tư thông thường là 5,1 điểm phần trăm."

Theo Statman, sự tự tin thái quá của nhà đầu tư tồn tại trên cơ sở tuyệt đối và tương đối. Hãy nhớ rằng đầu năm 2000, giá cổ phiếu được đánh giá là đắt nhất trong lịch sử chứng khoán Mỹ, dù tính toán bằng bất kỳ phương pháp nào. Kỳ vọng đạt lợi nhuận gấp 1,5 lần so với mức trung bình qua các kỳ từ mức giá trên trời được cho là tự tin quá mức. Mong muốn đánh bại các nhà đầu tư khác trong giai đoạn này thì quả là ngựa non háu đá.

Lỗi quy kết cơ bản của Montier được trích dẫn ở trên, là hiệu ứng khiến chúng ta nhanh chóng tích hợp các tín hiệu ngữ cảnh vào đánh giá về bản thân, nhưng lại chậm chạp khi đánh giá về người khác. Thay vào đó, chúng ta lại nhìn thấy thất bại của họ xác thực và hệ thống hơn. Trên đường đi làm buổi sáng, có vẻ như bạn luôn hét vào người khác: "Không nhìn đường à?" thậm chí bạn còn đổ cho mình lái xe ẩu là do chưa uống tách cà phê thứ hai. Khi bạn không tốt với người khác, bạn sẽ bào chữa là do mình có một ngày tồi tệ. Song nếu có ai đối xử tệ với bạn thì đó là do bản chất xấu xa của họ - thối rữa từ bên trong.

Thiên hướng thừa nhận thành công, chối bỏ thất bại khiến chúng ta coi những vụ đầu tư thành công là kỹ năng cá nhân, do đó sẽ làm mất đi cơ hội học tập của chúng ta cũng như bất kỳ ý nghĩa lịch sử nào. Nếu giá cổ phiếu của bạn tăng, bạn sẽ càng tin tưởng vào tài năng thiên bẩm của bản thân. Nếu giá cổ phiếu đi xuống, bạn sẽ đổ thừa cho yếu tố bên ngoài. Và như thế bạn chẳng học hỏi được gì. Khi được hỏi suy nghĩ của mình về bài học mà nhà đầu tư sẽ nhận được từ cuộc Đại suy thoái, Nhà đầu tư huyền thoại Jeremy Grantham đã trả lời "Trong ngắn hạn, rất nhiều. Trung hạn, một chút. Dài hạn, không gì cả. Đó là tiền lệ lịch sử."[39] Kiêu ngạo là kẻ thù của sự tự phê bình, thứ cứu chúng ta khỏi bản thân và giúp chúng ta học hỏi từ lịch sử.

[39] Montier, Value Investing, p. 17.

Đánh giá thấp yếu tố bất lợi

Quy tắc đầu tư đầu tiên của Warren Buffett là "Đừng đánh mất tiền" và quy tắc thứ hai của ông là "Đừng bao giờ quên nguyên tắc đầu tiên." Các nhà đầu tư khôn ngoan qua thời gian đã hiểu được sự thật đơn giản rằng, tấn công thì được ca ngợi, song phòng thủ mới là thắng lợi. Mối nguy hiểm lớn nhất của Lỗi quy kết cơ bản không phải ở chỗ khiến chúng ta kiêu ngạo về mức chênh lệch mong muốn, mà là coi nhẹ yếu tố bất lợi. Niềm tin vào ngoại lệ cá nhân làm chúng ta đánh giá thấp những khả năng tiêu cực, một hành động chắc chắn là thảm hoạ trong quá trình ra quyết định đầu tư.

Cook College đã thực hiện một nghiên cứu trong đó mọi người được yêu cầu đánh giá khả năng xảy ra một số sự kiện tích cực (ví dụ như trúng xổ số giải đặc biệt, hôn nhân hạnh phúc suốt đời) và các sự kiện tiêu cực (ví dụ như chết vì ung thư, ly hôn) sẽ ảnh hưởng như thế nào đến cuộc sống của họ. Kết quả nhận được cũng không có gì đáng ngạc nhiên - số người tham gia đánh giá quá cao khả năng xảy ra các sự kiện tích cực lên tới 15% và đánh giá thấp xác suất của các sự kiện tiêu cực tới 20%. Tương tự như vậy, Heather Lench và Peter Ditto cũng tiến hành một nghiên cứu, trong đó người tham gia được cho xem sáu sự kiện tích cực và sáu sự kiện tiêu cực trong cuộc sống cũng như xác suất xảy ra đồng thời của chúng trong dân số nói chung. Những người được hỏi đã xác nhận có 4,75/6 sự kiện tích cực, nhưng chỉ có 2,4/6 sự kiện tiêu cực có thể xảy ra với họ, hoàn toàn bỏ qua xác suất thực tế.

Điều này cho thấy chúng ta có khuynh hướng thừa nhận những điều tích cực và gạt bỏ những điều nguy hiểm. Tôi có thể trúng xổ số, cô ấy có thể chết vì ung thư. Chúng tôi có thể hạnh phúc suốt đời, bọn họ có thể ly hôn. Người khác có thể phải tuân theo các quy tắc khi chọn mua cổ phiếu, nhưng tôi có một trực giác tuyệt vời. Dù biết rằng bất hạnh vẫn xảy ra, nhưng để tận hưởng cuộc sống hạnh phúc, chúng ta thường chỉ nghĩ tới chúng về mặt lý thuyết.

Hàm ý quản lý rủi ro của tính độc nhất vô nhị là rất rõ ràng - nếu đưa ra quyết định với suy nghĩ bản thân là một bông tuyết độc đáo, có khả năng chúng ta sẽ bỏ qua các nguy cơ tiềm ẩn. Ví dụ đơn giản, nếu cho rằng mức tăng giá tiềm năng "là của tôi" còn mất tiền là của những kẻ khờ khạo khác, chúng ta sẽ có xu hướng hành động ngu ngốc. Một người (J.K. Galbraith) đã từng nói rõ ràng hơn rằng, "Như đã nói từ lâu, những kẻ ngu ngốc sẽ luôn mất tiền, chỉ là sớm hay muộn mà thôi. Vì vậy, những người hoà cùng vào tâm trạng lạc quan chung, sẽ bị bao vây bởi niềm tin vào sự tinh tường về mặt tài chính của bản thân. Nó đã xảy ra hàng thế kỷ, và sẽ tồn tại lâu dài trong tương lai."[40]

[40] Galbraith, A Short History, p. 110.

Thời cổ đại, tại Rome, các tướng lĩnh chiến thắng được diễu hành khắp phố để dân chúng bày tỏ sự kính trọng, giống như ngày nay chúng ta tuyên dương những nhà quản lý tài ba ở hội nghị và trên các mạng lưới kinh doanh 24 giờ. Nhưng có một điểm mà người chiến thắng La Mã cổ đại có ưu thế hơn các chiến binh phố Wall ngày nay là - sự can thiệp mang tính hành vi nhằm kiểm soát hậu quả của tính ngạo mạn quá mức và xu hướng hồi hiện[41]. Đằng sau một vị tướng, trong cùng chiếc xe ngựa, là một phụ tá thân cận có trách nhiệm duy nhất là nhắc nhở vị tướng về sự tồn vong của ông ta người này như là một hàng rào ngăn cản ông ta ngông cuồng quá mức - dấu hiệu của sự thất bại. "Memento mori,"[42] người hầu cận thì thầm, "Một ngày nào đó ngài sẽ chết." Thậm chí trong ngày trọng đại nhất của vị tướng, người La Mã còn có tục lệ nhắc nhở kẻ thắng trận rằng, một ngày nào đó trong tương lai, ông ta sẽ không còn may mắn nữa.

[41] Là xu hướng cho rằng khuynh hướng và mô hình trong thời gian gần đây sẽ tiếp tục xảy ra trong tương lai.

[42] là một câu thành ngữ, tiếng Latin có nghĩa là "Hãy nhớ rằng ngươi sẽ phải chết" hoặc "Hãy nhớ rằng ngươi sẽ chết" đã trở thành những lời nhắc nhở.

Ca ngợi thành công tài chính và có được sự tín nhiệm là bản tính tự nhiên của chúng ta. Nhưng ngay cả khi đang ăn mừng, chúng ta cũng nên khôn ngoan như người La Mã và đặt bản thân vào thực tế khắc nghiệt rằng chúng ta không hoàn hảo và vận may không kéo dài mãi mãi. "Respice post te! Hominem te esse memento!" Người hầu tiếp tục thì thầm, "Hãy thận trọng và nhớ rằng ngài là một con người."

Thực hành

Suy nghĩ: "Tôi không khôn khéo hay tự kiểm soát tốt hơn những người tham gia thị trường khác."

Đặt câu hỏi: "Tại sao những người khác lại bỏ qua điều này nếu đó là một cơ hội đầu tư tuyệt vời?"

Hành động: "Làm theo hướng dẫn của cố vấn và kế hoạch tài chính đã lập của bạn chứ không phải là tin vào khái niệm về ưu thế cá nhân."

Quy tắc 6

Cuộc sống của bạn là tiêu chuẩn đánh giá chính xác nhất

"Một người giàu có là người kiếm được nhiều hơn 100 USD so với chồng của chị vợ."

- H.L. Mencken

Phản ánh, phản ánh

Chán quá. Chán quá.

Chán quáaaaaaaaaaaaaaaaaa.

Bạn có thấy chán nản khi đọc câu đó không? Tôi đã phải cố hết sức để cưỡng lại bản thân sau khi viết từ đó ba lần. Chuyện gì đang xảy ra thế? Câu trả lời cho sự ám thị cực đoan này nằm ở nơi mà các nhà khoa học gọi là tế bào thần kinh phản ánh - chúng sẽ được kích hoạt trong cả hai trường hợp: thực hiện hành động và khi quan sát hành động đó[43].

[43] Lindstrom, Buyology, p. 54.

Phát hiện đầu tiên về tế bào thần kinh phản ánh diễn ra trong một phòng thí nghiệm im lìm, gần như bị lãng quên ở thành phố Parma, Ý. Khi đó các nhà khoa học đang nghiên cứu bộ não của lũ khỉ nhiệt đới để tìm hiểu não bộ tổ chức hành vi vận động như thế nào. Theo giải thích của Martin Lindstrom, các nhà khoa học đã nhanh chóng khám phá ra có vài thứ đang thách thức giả thuyết của họ về cách não bộ hoạt động. "Họ quan sát thấy nhóm tế bào thần kinh tiền vận động của khỉ không chỉ sáng lên khi lũ khỉ lấy được quả hạch, mà còn sáng lên trong lúc chúng nhìn con khỉ khác lấy quả hạch." Cho dù

con khỉ thực hiện hành vi đó hay quan sát con khỉ khác thực hiện, bộ não hoạt động giống hệt nhau.

Sự việc lạ lùng tiếp tục xảy ra vào một buổi chiều nắng nóng khi một trong số các nghiên cứu sinh của nhóm bước vào phòng thí nghiệm với cây kem ốc quế. Một con khỉ vẫn đang gắn với máy quan sát đã nhìn chằm chằm cây kem mát lạnh một cách thèm thuồng. Khi nghiên cứu sinh này liếm cây kem, vùng tế bào tiền vận động của con khỉ sáng lên trên màn hình. “Nó không hề cử động tay hay liếm kem; thậm chí còn không cầm bất kỳ thứ gì trong tay. Chỉ đơn giản là quan sát hành động đưa cây kem lên miệng của người nghiên cứu sinh thôi, bộ não của con khỉ đã bắt chước được y hệt hành động đó.”[44]

[44] *Ibid.*

Bắt chước

Tế bào thần kinh phản ánh là lý do tại sao bạn lại khóc khi xem một bộ phim buồn, cảm thấy ngại ngần lúc nhìn người nào đó ăn uống thô tục, hay nhắm chặt mắt khi xem cảnh kẻ giết người hàng loạt vô tình bắt gặp nhóm sinh viên cạnh ngôi nhà ven hồ. Tế bào thần kinh phản ánh là lý do tại sao lại tồn tại những đoạn video “đập hộp.” Chúng ta thực sự cảm thấy hào hứng khi quan sát người khác bóc hộp hệ thống chơi game mới hay đồ chơi đắt tiền, như thể chính chúng ta đang thực hiện hành động đó. Để áp dụng bài học này trong thực tế, hãy cho con bạn xem đoạn phim đứa trẻ khác đang mở quà vào sinh nhật kế tiếp của chúng và nói với chúng rằng Tiến sĩ Crosby bảo nó cũng giống như con đang mở quà ấy.

Sức mạnh của sự bắt chước chắc chắn là một điều tốt - chúng ta có thể khóc cùng một người bạn vừa mất cha mẹ dù chúng ta chưa từng gặp họ - nhưng liệu nó có thể dùng để điều khiển hành vi của chúng ta không? Hãy xem xét tiếng cười đáng sợ được phát xen giữa các chương trình nhé. Tôi cá là nếu tiến hành một cuộc thăm dò ý kiến của hàng ngàn người sẽ đọc cuốn sách này, chắc chắn là không một ai ủng hộ tuyên bố, “Tôi thích tiếng cười phát giữa các đoạn hài kịch.” Những đoạn tiếng cười đó đã lỗi thời, khả ố, khó chịu và chính bản thân chúng nghe cũng thật giả dối.

Tại sao tiếng cười bị hầu hết khán giả ghét bỏ mà các nhà làm phim Hollywood vẫn tiếp tục sử dụng chúng? Chắc hẳn bọn họ hiểu điều gì đó mà chúng ta không biết, có lẽ tiếng cười được thu băng tẻ nhạt này cung cấp những tín hiệu có giá trị về mặt xã hội cho người xem. Các nghiên cứu nhiều lần chỉ ra rằng đoạn tiếng cười này khiến người xem cười lâu hơn, sảng khoái hơn và giúp trải nghiệm xem

phim thú vị hơn45. Thực tế, những đoạn tiếng cười đã được chứng minh là có hiệu quả nhất trong việc cải thiện đánh giá các câu chuyện cười hết sức nhạt nhẽo! Chúng ta được lập trình để bắt chước những gì người khác đang làm, ngay cả khi bọn họ chỉ tồn tại trên băng đĩa.

Hành vi bắt chước xảy ra ở bất kỳ đâu. Người ăn xin thường để sẵn tiền được cho từ hôm trước vào bát để thể hiện rằng hành vi cho tiền họ là đúng đắn và khiến người khác nghĩ rằng họ xứng đáng được bố thí. Một người không có tiền trong bát xứng đáng được cho 1 đồng, nhưng khả năng họ có được đồng tiền đó ít hơn người vốn đã có ba đồng trong bát.

[45] R.B. Cialdini, Influence: The Psychology of Persuasion (Harper Business, 2006), p. 115.

Một trong những cách hiệu quả nhất để xoá tan nỗi sợ hãi của trẻ em là cho chúng quan sát đứa trẻ khác thực hiện hành vi gây sợ hãi đó. Trong một nghiên cứu, có tới 67% trẻ em sợ chó đã được "chữa" khỏi nỗi ám ảnh này trong vòng một tuần chỉ đơn giản bằng cách quan sát đứa trẻ khác vuốt ve Fido[46]. Ngay cả hành động nghiêm trọng như tự sát cũng bị ảnh hưởng bởi sự bắt chước. Tiến sĩ David Phillips thuộc Đại học California tại San Diego phát hiện ra rằng "trong vòng hai tháng sau mỗi câu chuyện tự tử đăng ở trang đầu, trung bình có nhiều hơn năm mươi tám người tự tử so với thường lệ."[47] Hành vi cười và khóc, sống và chết dường như có khả năng lây nhiễm cho người khác khủng khiếp hơn chúng ta tưởng rất nhiều.

[46] Cách gọi chung cho loài chó, lấy tên từ chú chó trung thành Fido của Italy. Trích dẫn từ Cialdini, Influence, p. 118

[47] Ibid.

Tế bào thần kinh phản ánh và các cơ chế khác của não giúp chúng ta dễ dàng đồng cảm, một nguồn tài nguyên vô giá khi xây dựng mối quan hệ và cộng đồng. Mặc dù có thể chưa từng trải nghiệm niềm vui và nỗi buồn giống hệt, nhưng chúng ta có thể chia sẻ cảm xúc với người khác theo cách thoải mái, an ủi và thậm chí cùng tận hưởng niềm hân hoan.

Nhưng khi đề cập đến chủ đề nặng nề hơn, chính cơ chế hình thành nên cộng đồng và chia sẻ gánh nặng của nhau lại khiến chúng ta trở thành những nhà đầu tư kém cỏi và quan tâm đến người khác hơn là đáp ứng nhu cầu riêng của bản thân. Jason Zweig đã từng nói, "… đầu tư không phải là đánh bại người khác trong trò chơi của họ, mà

là kiểm soát bản thân trong trò chơi của riêng bạn."[48]

[48] *Graham and Zweig, Intelligent Investor, p. 219.*

Giữ điểm số

Việc con người luôn nỗ lực đặt ra tiêu chuẩn để đánh giá hiệu quả là hết sức tự nhiên. Suy cho cùng, một cuộc thi thể thao mà không có bảng ghi điểm thì có thể là một trò tiêu khiển tốt, nhưng sẽ là một chương trình nhàm chán khủng khiếp. Tuy nhiên, chắc chắn cũng cần thiết như điểm số, chúng ta phải đảm bảo rằng mình đang giữ số điểm theo cách có ý nghĩa cá nhân và phù hợp với các quy tắc của trò chơi. Đối với hầu hết các nhà đầu tư, giữ điểm số có nghĩa là trở thành nạn nhân của thuyết ngụy biện Procrustes khi so sánh lợi nhuận của họ với các tiêu chuẩn của thị trường chứng khoán - điển hình là S&P 500. Trong thần thoại Hy Lạp, Procrustes là chủ nhà trọ chỉ có một chiếc giường. Để đảm bảo sự phù hợp giữa hành khách và chiếc giường của mình, ông ta sẽ cắt chân tay của khách quá lớn so với giường và kéo căng người của khách nhỏ hơn. Vì vậy, cũng giống như các nhà đầu tư cố gắng tra tấn và bóp méo những ưu tiên rủi ro, giá trị cá nhân và kỳ vọng lợi nhuận thường được so sánh với chỉ số thị trường không mang tính cá nhân, hơn là tập trung vào thoả mãn nhu cầu đầu tư của bản thân mình.

Ngoài lời kêu gọi trực quan về việc so sánh kết quả đầu tư với mong muốn của bản thân, về mặt tâm lý nó còn giúp chúng ta trở thành nhà đầu tư hiệu quả hơn. So sánh kết quả với mong muốn của bản thân thay vì một chỉ số cho chúng ta thấy nên đầu tư vào khoảng thời gian biến động của thị trường, tăng cường tiết kiệm và duy trì mục tiêu dài hạn.

Thuật ngữ của tiêu chuẩn đánh giá nhu cầu cá nhân là đầu - tư - dựa - trên - mục - tiêu. Tuy mỗi công ty quản lý tài sản có phương pháp khác nhau, song đều có điểm chung như các nhu cầu lợi nhuận cụ thể được lựa chọn rất cẩn thận và các khoản đầu tư được chia thành từng mục riêng biệt phù hợp với mục tiêu cá nhân. Công ty đầu tư SEI là một trong những công ty đầu tiên triển khai nền tảng đầu tư dựa trên mục tiêu và đã rất thành công (ít nhất là đối với các nhà nghiên cứu như tôi) ngay trước cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008. Giai đoạn may mắn đó cho phép chúng ta quan sát tác động mang tính hành vi của phương pháp tiếp cận dựa trên mục tiêu đến quản lý tài sản so với cách tiếp cận truyền thống là so sánh lợi nhuận với chỉ số thị trường rộng hơn. Như tôi đã viết trong cuốn *Personal Benchmark* (đồng tác giả Chuck Widger - nhà sáng lập Brinker Capital) các nhà nghiên cứu đã chỉ ra một số điểm khác biệt giữa hai nhóm

như sau:

“Nhóm có một danh mục đầu tư truyền thống duy nhất:

• 50% lựa chọn thanh lý hoàn toàn danh mục đầu tư hoặc ít nhất là danh mục đầu tư cổ phiếu của họ, bao gồm nhiều khách hàng vô cùng giàu có và không có nhu cầu về tiền mặt.

• 10% có những thay đổi đáng kể trong phân bổ vốn cổ phần, giảm tối thiểu 25%.

Nhóm có chiến lược đầu tư dựa trên mục tiêu:

• 75% không thay đổi.

• 20% quyết định tăng quy mô của mục nhu cầu cấp bách nhưng giữ nguyên các tài sản dài hạn đã đầu tư cẩn thận.”

Melissa Rayer của SEI đã kết luận, phát hiện quan trọng nhất là “các nhà đầu tư dựa trên mục tiêu ít bị hoảng sợ và thực hiện những thay đổi sai lầm trong danh mục đầu tư của họ.”[49] Từ lợi nhuận của một người có danh mục đầu tư truyền thống, có thể thấy năm 2008 quả thực là khoảng thời gian kinh hoàng. Họ có thể thấy tổng tài sản của mình giảm gần một nửa và không có sự khác biệt giữa nhu cầu ngắn và dài hạn. Cũng không có gì đáng ngạc nhiên khi có tới 60% nhà đầu tư của SEI được bảo đảm hoặc giảm đáng kể vị thế của họ!

[49] M.D. Rayer, ‘Goals-Based Investing Saves Investors from Rash Decisions’, SEI Wealth Network (2008).

Mặt khác, các nhà đầu tư theo mục tiêu sẽ nhận ra rằng một số mục tiêu của họ hoàn toàn không bị ảnh hưởng bởi cuộc khủng hoảng như chúng vẫn vốn thế. Vì hầu hết các phương pháp tiếp cận dựa trên mục tiêu đều bao gồm một nhóm an toàn “ngắn hạn,” họ lập tức có được sự yên tâm cần thiết để vượt qua sóng gió. Đối với cách tiếp cận có tác động sâu rộng như vậy, đầu tư dựa trên mục tiêu đơn giản đến không ngờ. Bằng cách phân chia các khoản đầu tư vào từng mục cụ thể một cách có mục đích rõ ràng, chúng ta sẽ có các đánh giá cần thiết nhằm tránh được sự thiếu kiên định và tập trung vào vấn đề quan trọng nhất.

Ngoài việc chống lại chủ nghĩa ngắn hạn, đánh giá cá nhân còn dựa trên sức mạnh của điều mà các nhà tâm lý học gọi là “kế toán nhận thức.” Là một dạng của thuyết đóng khung, kế toán nhận thức nói rằng cách chúng ta sắp xếp một câu hỏi (hay một tài khoản) có liên quan mật thiết đến cách chúng ta phản hồi. Ví dụ, một cuộc thăm dò

ý kiến của tờ *New York Times/* CBS về luật pháp trong chương trình "Không hỏi, không nói" đã đưa ra cùng một câu hỏi theo hai cách khác nhau và thu được kết quả rất khác biệt.[50] Câu hỏi đầu tiên đặt ra là liệu "đồng tính nam và đồng tính nữ" có được phục vụ trong quân đội không và 79% thành viên đảng Dân chủ quả quyết là có. Câu hỏi thứ hai là liệu họ có ủng hộ "người đồng tính luyến ái phục vụ trong quân đội không" thì chỉ có 43% thành viên đảng Dân chủ cho thấy sự tiến bộ của mình.

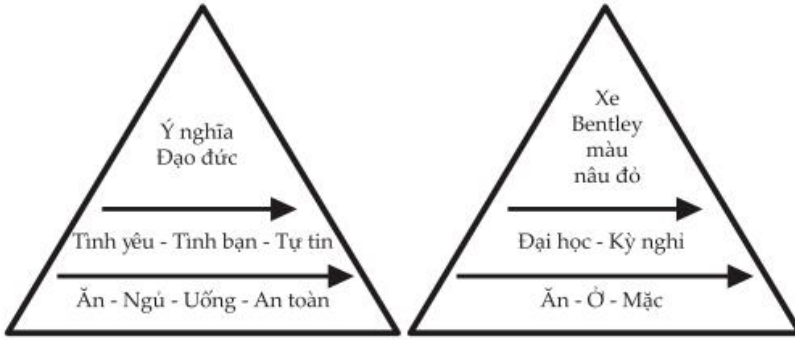
[50] C. Wider and D. Crosby, Personal Benchmark: Integrating Behavioral Finance and Investment Management (John Wiley & Sons, 2014), p.158

Tương tự như vậy, các nghiên cứu đã chỉ ra rằng mọi người có khuynh hướng tiết kiệm tiền được dán nhãn là khoản giảm giá, nhưng lại chi tiêu tiền được dán nhãn là phần thưởng. Barack Obama và các cố vấn của ông, vốn rất am hiểu về kinh tế hành vi, đã sử dụng thuyết đóng khung để đưa ra kích thích tiêu dùng sau cuộc suy thoái kinh tế, ví dụ như là tiền thưởng nhằm động viên người nhận ưu tiên mua TV màn hình lớn hơn là tích trữ khoản thưởng đó. Cách bạn dán nhãn các khoản tiền của mình chính là cách bạn chi tiêu và tiết kiệm chúng; một xu hướng mà đầu tư dựa trên mục tiêu đã áp dụng triệt để.

Xem xét câu nói của George Loewenstein: "Quá trình nhẩm tính tiền thu được từ nhiều tài khoản thường được kết hợp với phân bổ các tài khoản theo từng mục đích cụ thể. Tuy có vẻ đây là một quá trình rất bình thường, song việc phân bổ có tác động đáng kể đến các khoản tiết kiệm cho nghỉ hưu. Cheema và Soman phát hiện ra rằng nếu để dành tiền trong phong bì dán ảnh bọn trẻ, một cặp vợ chồng có thu nhập thấp đã gần như tăng gấp đôi tỷ lệ tiết kiệm."[51]

[51] Ibid, p.159.

Abraham Maslow nhận thấy các nhu cầu của chúng ta được xếp hạng khác nhau, với nhu cầu căn bản nhất là thức ăn, chỗ ở rồi mới tới nhu cầu an toàn. Tương tự như vậy, chúng ta nên tập trung vào mục tiêu tài chính cao hơn, chẳng hạn như để lại một khoản thừa kế, sau khi đã đủ tài sản để đáp ứng nhu cầu an toàn trước mắt của bản thân. Khái niệm này được minh họa trong Hình 1:



Hình 1: Ví dụ về phân cấp nhu cầu tài chính

Khi các khoản đầu tư được gắn nhãn với một nhu cầu cụ thể mà chúng phải đáp ứng, nó sẽ giúp cả lợi nhuận kỳ vọng và hành vi thích hợp của chúng ta trở nên rõ ràng hơn. Hơn nữa, quá trình đóng khung có chủ ý còn có tác dụng kích thích cảm giác lo lắng nếu không dành dụm tiền cho mai sau. Ai mà đoán được hành động phân loại tiền đơn giản này lại có tác dụng lớn đến như thế chứ?

Sự điên rồ của con người

Một trong các tác phẩm đáng tự hào nhất của tôi là cuốn *Personal Benchmark*, hợp tác với Chuck Widger và Brinker Capital để xây dựng nền tảng đầu tư dựa trên mục tiêu. Chuck, từ rất lâu đã đề xướng nhiều phương pháp tiếp cận mang tính cá nhân, đưa tôi vào để tăng thêm tính khoa học cho hiện tượng ông đã quan sát nhiều năm - các nhà đầu tư hiệu quả nhất bỏ qua chỉ số thị trường rộng hơn và tập trung vào việc thu lợi nhuận cần thiết để có cuộc sống mà họ mong muốn.

Bất chấp ý nghĩa mang tính trực quan của đánh giá cá nhân, nó đòi hỏi chúng ta phải nỗ lực thoát khỏi các dòng chảy hành vi ngầm. Với bản tính của loài người, chúng ta thường quan tâm đến việc phải tốt đẹp hơn người khác hơn là biến bản thân thực sự trở nên tốt đẹp hơn. Tâm lý "đố kỵ" này giải thích nghiên cứu của Meir Statman, ông phát hiện ra rằng những người tham gia khảo sát muốn mức lương 50.000 USD trong một cộng đồng nơi mức lương trung bình là 25.000 USD hơn là kiếm được 100.000 USD trong cộng đồng có mức lương trung bình là 250.000 USD. Thông qua công trình của tôi và Brinker, chúng tôi phát hiện ra chỉ có duy nhất một mục đích còn mạnh hơn so với loại so sánh đố kỵ này là tập trung vào các giá trị, niềm tin và ước mơ của khách hàng. Khám phá ra những giá trị này sẽ giúp cuộc đàm thoại giữa cố vấn và khách hàng trở nên hiệu quả hơn thường lệ, nhưng kết quả đó còn là một cuộc hành trình có ý

nghĩa hơn nhờ sự chia sẻ về cả hành vi và tài chính.

Câu chuyện của Isaac Newton được coi là cảnh báo hữu ích cho những người chỉ chăm chăm so sánh với người khác mà không tập trung vào đánh giá cá nhân. Không giống một số nhà tư tưởng vĩ đại mà tài năng chỉ được phát hiện sau khi chết, Newton đã nổi danh từ lúc còn sống và rất thích thú những lợi ích tài chính nhờ danh tiếng mang lại. Nhằm gia tăng sự giàu có của mình, Newton đã đầu tư vào South Sea - một công ty cổ phần của Anh được thành lập bằng cách góp vốn chung giữa tư nhân và nhà nước nhằm giảm gánh nặng nợ quốc gia.

Với một chính sách đặc biệt, chính phủ Anh đã cho phép công ty South Sea độc quyền buôn bán với Nam Mỹ, tính hiệu quả của ưu đãi này còn phải bàn cãi rất nhiều vì Tây Ban Nha đã kiểm soát toàn bộ lục địa này. Không nhận thức được sự vô dụng của chính sách "độc quyền" này, các nhà đầu cơ đã thổi phồng giá cổ phiếu của South Sea và Newton trở nên giàu có hơn, trước khi dứt khoát bán cả vốn lẫn lãi trong tay. Nhưng trong khi Newton đã bán cổ phiếu từ rất sớm, rất nhiều bạn bè của ông (những người kém thông minh hơn nhiều) vẫn giữ cổ phiếu khi giá của chúng tiếp tục tăng cao.

Mặc dù đã được an toàn về mặt tài chính, nhưng Newton không thể ngồi yên trước thực tế rằng sự giàu có của bạn bè và hàng xóm đã vượt quá con số của ông và lại tiếp tục rót tiền vào đống đổ nát đó ngay trước khi nó trở lại mức giá phát hành. Ngài Isaac Newton, nhà khoa học thiên tài có khuynh hướng rất con người, đã phát biểu sau đó rằng, "Tôi có thể tính được sự chuyển động của các ngôi sao, nhưng không tính được sự điên rồ của con người."

Giữ điểm số là đương nhiên, song có những cách phù hợp và không phù hợp để làm việc đó. Việc so sánh với thế giới bên ngoài chỉ thúc đẩy sự cạnh tranh nhỏ nhặt và không phản ánh được thứ chúng ta cần hay coi trọng. Ngược lại, bằng cách thêm những giá trị mong muốn nhất vào quá trình đầu tư, chúng ta có thể đảm bảo cho bản thân lợi nhuận cần thiết, điều chỉnh cái nhìn với các mục tiêu đầu tư dài hạn và kinh nghiệm về sự an toàn trong ngắn hạn.

Như tôi đã viết trong *Personal Benchmark:*

"… quá trình đầu tư sẽ trở nên khó khăn hơn khi bị tách ra khỏi mục đích lớn lao hơn. Thậm chí ngay cả những quyết định đầu tư nhỏ cũng có biến động và cuộc sống của riêng chúng khi được xem xét qua lăng kính thích hợp. Có lẽ đưa ra quyết định đầu tư chưa không bao giờ là lý do khiến bạn rời giường vào buổi sáng, nhưng bất cứ

điều gì khiến bạn nhảy ra khỏi giường chắc chắn là tác nhân quan trọng nhất ảnh hưởng tới cách bạn đưa ra quyết định.”

Thực hành

Suy nghĩ: “Hãy bớt lo lắng về nền *kinh tế* và quan tâm nhiều hơn đến tiền của bạn.”

Đặt câu hỏi: “Tin tức thời sự này có quan trọng với tôi và tình hình của riêng tôi không?”

Hành động: Phân loại (viết ra hoặc nghĩ trong đầu) tài sản liên quan đến những tham vọng sâu kín và các mục tiêu tài chính dài hạn của bạn.

Quy tắc 7

Dự đoán là công việc của các nhà dự báo thời tiết

"Người biết thì không nói. Người nói thì không biết."

- Lão Tử

Tồi tệ nhất. Thần đèn. Mãi mãi.

Hãy tưởng tượng một phút rằng bạn là nhà khảo cổ học có mặt tại một vùng đất xa xôi, nơi từng có một chủng tộc người được đồn đại là sở hữu quyền năng phép thuật sinh sống. Bạn đang ở đó để khám phá các di tích thần bí, và vốn là người theo chủ nghĩa hoài nghi, bạn bác bỏ tin đồn về sự siêu nhiên của họ.

Trong quá trình cẩn trọng xem xét các di tích cổ, bạn chợt phát hiện ra một cây đèn. Vốn yêu thích các bộ phim hoạt hình Disney từ những năm 1990, bạn quyết định chà lên thân đèn. Trong sự kinh ngạc của bạn, một thần đèn xuất hiện, nhưng thật đáng buồn ông ấy thông báo rằng không thể cho bạn "ba điều ước" được mà thay vào đó là "hai lựa chọn khác nhau". Thật điên rồ - thế giới quan hoài nghi của bạn bị phá vỡ và bạn có một thần đèn vô công rồi nghề.

Tuy nhiên, điều ước là điều ước và bạn đòi hỏi được cả hai lựa chọn. Song vị thần đèn lại nói rằng bạn chỉ được chọn một trong hai, hoặc là mỗi năm nhận 30.000 USD cho đến cuối đời, hoặc có đủ thời gian để thảnh thơi đi bộ 30 phút mỗi ngày. Quả là những lựa chọn kỳ lạ - nhưng bạn nghĩ cái nào sẽ khiến bạn hạnh phúc hơn?

Nếu giống phần đông mọi người (và chắc chắn bao gồm cả tôi), bạn sẽ chọn tiền. Rốt cuộc, sức hấp dẫn của 30.000 USD một năm trong suốt cuộc đời là rất đáng kể. Tuy nhiên, nghiên cứu cho thấy rằng

trong khi bộ não phát tín hiệu rằng tiền sẽ làm cho chúng ta hạnh phúc hơn, thì tập thể dục thường xuyên lại có tác dụng cải thiện hạnh phúc và chất lượng cuộc sống hơn rất nhiều[52].

[52] Grenny, Patterson, Maxfield, McMillan and Switzler, Influencer, p. 89.

Chúng ta dễ dàng dự đoán một việc sai lầm như thế nào? Xét cho cùng thì chúng ta vẫn thường xuyên tương tác với tiền và đi bộ đấy chứ. Phải chăng chúng ta đã không được lập trình tốt hơn để hiểu rõ tác động của chúng đối với hạnh phúc của bản thân? Nó chỉ ra rằng chúng ta khá giỏi trong việc dự báo điều gì sẽ gây ra đau đớn về thể chất (ví dụ như bị đấm vào mặt) hoặc mang lại niềm vui (ví dụ như thức ăn, tình dục), nhưng lại rất hạn chế trong dự đoán lợi ích về mặt tâm lý.

Dan Gilbert đã thể hiện tài quan sát tỉ mỉ trong bài TED Talk[53] của ông, lý do không tồn tại món kem vị gan và hành tây không phải vì chúng ta đã nấu món đó và phát hiện ra hương vị của nó thật kinh khủng - mà từ trực giác, chúng ta đã biết hương vị của nó như thế nào[54]. Tuy nhiên, xét về khía cạnh tâm lý, chúng ta rơi vào tình trạng bị bóp méo nhận thức, khiến chúng ta đánh giá sai những điều mang lại niềm vui và nỗi buồn cho bản thân. Và nếu sự bóp méo này ngăn cản nỗ lực cá nhân của chúng ta khi phỏng đoán những điều quen thuộc, thì chắc hẳn chúng ta cũng không thể dự đoán các hành động của một hệ thống con người năng động như thị trường chứng khoán. Theo Nassim Taleb, “thành tích của chúng tôi trong việc phán đoán các sự kiện hiếm hoi đáng kể trong lĩnh vực chính trị và kinh tế không phải gần như bằng không; mà chính là con số không tròn trĩnh.”[55]

[53] TED Talks là những bài diễn thuyết mang tính truyền cảm hứng được ghi lại tại các sự kiện của tổ chức phi lợi nhuận TED.

[54] D. Gilbert, ‘The surprising science of happiness’, TED.com (February 2004).

[55] N.N. Taleb, Antifragile: Things That Gain from Disorder (Random House, 2014), p.150.

Có lẽ chúng ta không giỏi trong việc dự đoán hành vi theo thuyết thiên nga đen của Taleb, nhưng còn kết quả của các dự báo tài chính bình thường hơn thì sao? Đây là kiến thức rất quan trọng bởi vì, như James Montier khẳng định, có khoảng 80% đến 90% các nhà quản lý đầu tư hiệu quả thực hiện các quyết định nhờ mô hình dựa trên dự báo.[56]

[56] *Montier, Value Investing, p. 11.*

Nhà đầu tư nổi tiếng James O'Shaughnessy đã mô tả quá trình này như sau: "phổ biến nhất là để một người tự giả định nhiều khả năng có thể xảy ra trong đầu, chủ yếu dựa vào nền tảng kiến thức cá nhân, kinh nghiệm và cảm giác thông thường, rồi đưa ra quyết định. Phương thức này được biết đến như là một cách tiếp cận lâm sàng hay trực quan và được hầu hết các nhà quản lý tiền tệ hiệu quả truyền thống sử dụng để ra quyết định… Kiểu phán đoán này hoàn toàn dựa trên nhận thức của người dự báo."[57] Tất cả đều có vẻ hợp lý, cho đến khi bạn nhận ra rằng chúng ta đang hoàn toàn dựa vào kiến thức của các nhà dự báo và nhìn chung không phải khía cạnh nào họ cũng am hiểu.

[57] *O'Shaughnessy, What Works on Wall Street, p. 11.*

David Dreman - nhà đầu tư hay đi ngược trào lưu - nhận ra rằng phần lớn (59%) các nhà dự báo "đồng thuận" ở phố Wall đưa ra nhận định cách xa so với thực tế nên không thể sử dụng kết quả của họ được - luôn vượt quá hoặc thấp hơn con số thực tới 15%. [58] Nghiên cứu sâu hơn của Dreman cho thấy từ năm 1973 đến 1993, trong gần 80.000 dự báo thì cứ 170 mới có 1 là gần sát thực tế nhất, sai lệch 5%.[59]

[58] *Graham and Zweig, The Intelligent Investor, p. 374.*

[59] *C.H. Browne, The Little Book of Value Investing (John Wiley & Sons, 2006).*

James Montier đã làm sáng tỏ những khó khăn trong việc dự báo trong cuốn *Little Book of Behavioral Investing*. Năm 2000, giá dự báo bình quân của cổ phiếu cao hơn giá thị trường 37% và thực tế là cao hơn 16%. Trong năm 2008, dự báo trung bình tăng 28%, cuối cùng thị trường giảm 40%. Trong vòng 9 năm từ 2000 đến 2008 thì có tới 4 năm các nhà phân tích thậm chí còn không thể đưa ra xu hướng đúng cho thị trường. Cuối cùng, Michael Sandretto của Harvard và Sudhir Milkrishnamurthi của MIT đã xem xét dự báo theo từng năm một của 1.000 công ty được các nhà phân tích đánh giá cao nhất. Họ phát hiện ra các nhà phân tích luôn không nhất quán, con số dự báo trung bình hàng năm sai lệch với thực tế là 31,3%.[60] Nghiên cứu rõ ràng cho thấy - không thể áp dụng các kết quả dự báo. Và dĩ nhiên, chúng ta cũng không dựa vào chúng để ra quyết định đầu tư.

[60] *B.G. Malkiel, A Random Walk Down Wall Street: The Time-Tested Strategy for Successful Investing (W. W. Norton & Company, 11th edition,*

2016), p. 167.

Vô cùng kém cỏi

Nếu nghĩ rằng tin tức xấu về lĩnh vực dự báo không thể tệ hơn nữa thì bạn nhầm rồi. Nói chung, các nhà dự báo không những rất tệ, mà chúng ta còn dễ dàng nhận ra những người kém cỏi nhất trong số họ. Philip Tetlock của UCLA đã thực hiện một nghiên cứu đầy đủ nhất về dự báo của các chuyên gia từ trước đến nay, ông kiểm tra 82.000 dự đoán trong vòng 25 năm của 300 chuyên gia. Bạn có thể đoán được kết luận chung của nghiên cứu - dự báo "chuyên môn" nhất hầu như không khác gì chuyện tung đồng xu. Tệ hơn nữa, Tetlock còn phát hiện ra, một chuyên gia càng tự tin thì kết quả dự báo của ông ta càng tệ và một người càng nổi tiếng thì đưa ra các dự báo càng tầm thường. Chỉ có tại Thế giới điên rồ ở phố Wall, chúng ta mới hy vọng rằng các chuyên gia tràn đầy tự tin là người ngu ngốc và những quan điểm nổi tiếng hàng đầu xứng đáng bị sỉ nhục.

Chúng ta hãy dành chút thời gian để tìm hiểu tại sao sự tự tin và danh tiếng lại trái ngược với kết quả trong giới dự báo tài chính. Xem xét lý lịch một nhà dự báo tài giỏi: cô có bằng tiến sỹ về Kỹ thuật Tài chính của Harvard, rất xuất sắc giành được chứng chỉ CFA - chứng chỉ phân tích tài chính dành cho các nhà phân tích tài chính, và nỗ lực phấn đấu trở thành người giỏi nhất ở Goldman Sachs. Cuộc sống cũng hết sức ưu ái cô bởi cô đồng thời là vận động viên điền kinh, nghệ sĩ dương cầm, một đầu bếp tài hoa và có năng khiếu trong rất nhiều lĩnh vực khác.

Nói một cách đơn giản, hầu hết các chuyên gia tài chính đều rất thông minh, giàu có, thành công và luôn đạt được mong muốn của bản thân. Khi sở hữu năng lực to lớn như vậy, họ sẽ dễ dàng có những suy nghĩ táo bạo. Như Tiến sĩ Brian Portnoy đã nói, "… chính bởi vì biết quá nhiều về một lĩnh vực cụ thể - nên họ rất thoải mái đưa ra các dự đoán liều lĩnh." Nhưng chính sự táo bạo này khiến những người chú ý đến lời khuyên của họ có các hành vi điên rồ[61].

[61] B. Portnoy, The Investor's Paradox: The Power of Simplicity in a World of Overwhelming Choice (St Martin's Press, 2014), p. 36.

Khi các "chuyên gia" của Tetlock được yêu cầu đánh giá khả năng của bản thân, thì có tới hơn 80% tin tưởng rằng dự đoán của họ vẫn đúng, dù không quá thường xuyên[62]. Tệ hơn là khi được thông báo về kết quả dự báo sai lầm của họ, thì các nhà dự báo có hàng tá lý do bào chữa mà chúng ta có thể đoán trước (chẳng hạn như, chỉ là nó chưa xảy ra mà thôi!) cản trở họ nâng cao chất lượng dự báo.

[62] *P. Tetlock, 'Theory-Driven Reasoning about Plausible Pasts and Probable Futures in World Politics' in Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment, ed. T. Gilovich, D. Griffen, and D. Kahneman (Cambridge University Press, 2003).*

Sự tự tin dường như là một trở ngại cho việc dự báo hiệu quả, nhưng chúng ta nên đánh giá thế nào về kết luận của Tetlock rằng các chuyên gia nổi tiếng nhất lại xu hướng có dự báo thiếu chính xác nhất? Trong khi số lượng các nhà dự báo thị trường rất lớn mà các khả năng lựa chọn lại hạn chế, nên mỗi năm sẽ có những người dự đoán chính xác cả ba thông số của độ lệch chuẩn. Thông thường những dự đoán đúng bất ngờ này là do động thái của cả nhà đầu tư giá lên và giá xuống, những người vốn rất kiên định với quan điểm của mình và phản ứng với các sự việc theo cách có thể dự đoán được. Rất nhiều người trong số họ giống như mèo mù vớ được cá rán, xuất sắc hơn bất kỳ nhà dự báo tài chính nào, đã "đoán trước" được cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 và nó sẽ diễn ra trong nhiều năm.

Tuy nhiên, tạp chí tài chính luôn theo dõi các nhà dự báo và đăng tải thông tin theo người có dự đoán ấn tượng. Sau khi xây dựng sự nghiệp vững chắc dựa trên sức mạnh của các dự báo theo thuyết thiên nga đen, các nhà tiên tri vừa được trao vương miện của thị trường luôn có xu hướng - bạn nghĩ đúng rồi đấy - tiếp tục đưa ra các dự đoán táo bạo, thường tương tự như dự đoán lúc đầu đã giúp họ nổi tiếng. Cách tiếp cận này làm nảy sinh hai vấn đề; thị trường nói chung có xu hướng trở nên khá nhàm chán và nguyên nhân cuộc khủng hoảng trước có chút giống với mầm mống của cuộc khủng hoảng tiếp theo. Bởi luôn nhắc đến kết quả dự đoán đúng lúc trước của bản thân và đưa ra các dự báo kịch tính trong thời điểm bình ổn, các chuyên gia nổi tiếng thế giới có khuynh hướng kém hiệu quả hơn các đồng nghiệp ít nổi bật hơn họ.

Động cơ cá nhân

Giờ chúng ta biết rằng dự báo tài chính là một hành động vô ích, thậm chí còn trở nên tồi tệ hơn bởi sự nổi tiếng và tự tin thái quá. Nhưng nếu muốn đưa ra một giải pháp thay thế để có thể tin tưởng lời khuyên đầu tư dựa trên dự báo, trước hết chúng ta phải xem xét những trở ngại về cơ cấu làm cho dự báo trở nên khó khăn. Trở ngại đầu tiên là các nhà phân tích phố Wall không được trả tiền cho tính chính xác của các dự báo của họ và thường có những mục đích riêng nhằm gây hiểu nhầm cho các nhà đầu tư.

Giáo sư Kent L. Womack của Dartmouth phát hiện ra rằng, đầu

những năm 1990 các nhà phân tích thường đưa ra khoảng sáu khuyến nghị "mua" cho mỗi dự báo về cổ phiếu mà họ bảo hộ. Nhưng đến cuối thế kỷ, con số này đã tăng lên gần 50 "mua" cho mỗi đợt bán[63]. Thay vì cảnh báo nhà đầu tư trước cơn sốt tăng điểm do trạng thái hưng phấn dẫn đến bong bóng của cổ phiếu công nghệ, các nhà phân tích thậm chí còn thúc đẩy cơn ác mộng này vì lợi ích riêng của họ. Cusatis và Woolridge nhận ra rằng gần một phần ba các công ty bị thua lỗ dài hạn, nghĩa là nếu các kết quả dự báo chính xác thì khuyến nghị "bán" phải chiếm khoảng một phần ba số cổ phiếu ở bất kỳ thời điểm nào. Trên thực tế, số doanh nghiệp nghe theo dự báo của các nhà phân tích dẫn đến bị thua lỗ là 17/100 điểm phần trăm[64].

[63] Brown, Backstage Wall Street, p. 148.

[64] J. Montier, The Little Book of Behavioral Investing: How not to be your own worst enemy (John Wiley & Sons, 2010), p. 78.

Nếu thiên lệch hệ thống theo hướng lạc quan chỉ là một phần tâm lý yếu đuối của chúng ta, thì điều đó vẫn có thể tha thứ được. Nhưng đáng buồn thay, lý do cho việc khuyến nghị nên mua lại bị lèo lái theo mục đích riêng. Nếu công việc dự báo là hết sức khó khăn thì trong thực tế các nhà phân tích của phố Wall sẽ chẳng bao giờ được khen thưởng. Joel Greenblatt giải thích sự việc này như sau:

"Một mối nguy hiểm nghề nghiệp khác của các nhà phân tích là nếu họ đưa ra đánh giá quá tệ với một cổ phiếu nào đó thì thông thường họ sẽ bị cắt đứt các nguồn thông tin quan trọng. Mối liên hệ sống còn cùng đồng nghiệp và thông tin từ nhà đầu tư - phòng nhân sự có thể lập tức chuyển sang cho nhà phân tích khác - những người 'có tính hợp tác hơn.' Phần lớn các nhà phân tích không nhận tiền trực tiếp từ khách hàng. Các bản báo cáo và đánh giá của họ được các công ty môi giới sử dụng để đổi lấy hoa hồng. Một vấn đề tồn đọng từ rất lâu và khó có thể thay đổi là phần tiền thưởng cực lớn cho họ mỗi khi đưa ra khuyến nghị 'Mua.'"[65]

[65] J. Greenblatt, The Little Book That Still Beats the Market (John Wiley & Sons, 2010), p. 30.

Tóm lại: các nhà phân tích có nhiệm vụ đưa ra các đánh giá mua và bán một cách công bằng dựa trên các thước đo phù hợp, nhưng họ lại làm việc cho những công ty hưởng lợi từ khuyến cáo 'mua' và không mất đồng nào cho dự báo 'bán'. Hơn nữa, các công ty có thể che giấu thông tin cần thiết mà giúp mọi người đánh giá một cách trung thực nếu nhà phân tích không cam kết hợp tác. Nói một cách

dễ hiểu là họ cũng giống như nhân viên dự báo thời tiết đi buôn ô hay trọng tài bóng chày được phép cá độ kết quả trận đấu và bạn sẽ hình dung một cách rõ nét các khoản thu nhập chìm của các nhà phân tích."

Cách đây gần 100 năm, Alfred Cowles đã tiến hành một trong những nghiên cứu đầu tiên về hiệu quả của việc dự báo tài chính, có tựa đề "Liệu các nhà phân tích thị trường chứng khoán có thể dự báo?" Theo kết quả nghiên cứu của Cowles thì chỉ một phần ba các nhà dự báo làm đúng công việc của mình: cụ thể là họ đã chỉ ra được các cổ phiếu luôn dẫn đầu thị trường trong suốt khoảng thời gian 5 năm.[66] Như Charles Ellis từng nói, "dự báo tương lai của bất kỳ biến nào đã khó khăn, dự báo tương lai tương tác của nhiều biến thay đổi còn khó khăn hơn, và đánh giá cách các nhà đầu tư chuyên nghiệp khác lý giải những thay đổi phức tạp như vậy là cực kỳ khó khăn."[67]

[66] *Ibid, p. 102.*

[67] *Carlson, Common Sense, p. 52.*

Bình luận của Ellis đúng trong một hoàn cảnh cụ thể và ngày càng được hiểu rộng hơn, bởi thực tế là bản ngã con người ngày càng tham lam hơn và các khoản thu nhập chìm dần trở nên phức tạp hơn, cuộn xoắn vào nhau qua thời gian kể từ khi Cowles bắt đầu công việc của mình. Theo ý kiến của cá nhân tôi thì chúng ta hoàn toàn có thể loại bỏ tổ hợp công nghiệp dự báo của phố Wall mà không hề ảnh hưởng gì, thậm chí còn mang lại lợi ích nhiều hơn cho các nhà đầu tư cá nhân. Tại sao ư, vì khi xem xét nhiều bằng chứng nguy hại như vậy, liệu chúng ta có tiếp tục nghe theo họ nữa không?

Điều chỉnh quá trình nhận thức

Ben Graham đã ám chỉ điều gì đó khi phát biểu, "gần như bất kỳ ai quan tâm đến cổ phiếu phổ thông đều muốn được người khác khẳng định điều mà ông ta nghĩ rằng thị trường sẽ như thế. Nhu cầu của họ là như vậy, và họ cần được thỏa mãn."[68] Nhưng ví dụ này không chỉ là một trường hợp về việc thỏa mãn nhu cầu sai lầm, nó còn cho thấy bộ não của chúng ta mong đợi các dự báo đưa ra số liệu đánh giá cụ thể. Trong tất cả các nhu cầu trao đổi chất của cơ thể, bộ não là tham lam nhất, nó chiếm tới 20% tổng lượng calo mà bạn nạp vào. Cơ thể là một cỗ máy hiệu quả, nó luôn tìm cách tiết kiệm năng lượng và không gì có thể cung cấp nhiều năng lượng bằng khi não bộ tự cắt giảm chức năng của mình.

[68] *Graham and Zweig, The Intelligent Investor, p. 260.*

Kết luận này được rút ra từ các nghiên cứu chụp cộng hưởng từ não cho thấy khi lắng nghe các chuyên gia tài chính, bộ não sẽ tắt một số chức năng. Việc tạm nghỉ này có thể nhằm mục đích giúp cơ thể hoạt động tốt hơn, nhưng lại rất bất lợi cho mục đích kiếm tiền. Các nhà khoa học trong nghiên cứu này đã kiểm tra hoạt động của não khi đưa ra quyết định tài chính dưới một số điều kiện cụ thể. Khi những người tham gia được cho nghe ý kiến của một chuyên gia tài chính, các bộ phận của não liên quan đến lý luận bậc cao ít hoạt động hơn.

Tôi lấy ví dụ cụ thể hơn: khi bắt đầu nghe Jim Cramer, bạn sẽ ngừng suy nghĩ. Giống như một vận động viên xe đạp chuyên nghiệp đang bám sát đối thủ cạnh tranh để chuẩn bị năng lượng cho cú bứt phá cuối cùng, não sẽ từ chối những ý nghĩ khác, nên sẽ tự động chuyển sang chế độ tiết kiệm năng lượng.

Thật bối rối khi biết rằng khoản tiền bạn vất vả kiếm được lại bị đặt vào tình huống nguy hiểm dựa trên những câu chuyện bắt nguồn từ sự phi lý của con người kết hợp với một hệ thống gian lận. Phát biểu của Amos Tversky còn đáng lo ngại hơn, “không biết gì đã rất đáng sợ, nhưng nhìn chung còn đáng sợ hơn nữa khi nghĩ rằng, thế giới được điều hành bởi những người có niềm tin rằng họ biết chính xác điều gì đang xảy ra.” Sẽ là phủ định triệt để nếu giả định rằng sẽ chẳng có thông tin nào về cổ phiếu có thể cho bạn chút căn cứ để đưa ra các quyết định tài chính. Nhưng ngược lại, cũng sẽ là lạc quan vô căn cứ nếu cho rằng bất kỳ ai, cho dù là từng trải hay học thức cao thế nào, đều có thể tiên đoán được tương lai với mức độ chắc chắn nào đó.

Luận điểm trung gian giữa hai cách tiếp cận này phải thận trọng, tránh phỏng đoán về tương lai, nên dựa vào các hệ thống thay vì dựa trên đánh giá sai lệch của con người và nên bao hàm nhiều khía cạnh để thấy được sự khiêm tốn thích hợp. Phương thức tiếp cận này có nghĩa là, “Tôi biết một số thứ, nhưng sẽ chẳng bao giờ biết hết được”, và mặc dù nó có thể giúp bạn kiếm được chút tiền, song không thể biến bạn thành ngôi sao của kênh CNBC được. Bài học bạn rút ra từ chương này là, có thể không có quả cầu thủy tinh để dự đoán tương lai, nhưng không có nghĩa là không có bất kỳ manh mối nào.

Thực hành

Suy nghĩ: “Nhận xét của người này vô căn cứ. Nhận xét của người này vô căn cứ. Nhận xét của người này vô căn cứ.”

Đặt câu hỏi: “Liệu dự báo này có xác suất không, có được đánh giá

dựa trên các nghiên cứu kỹ lưỡng không? Lịch sử dự báo đầu tiên của người này như thế nào?”

Hành động: Hành động nhất quán dựa trên nguyên tắc hành vi vô thời hạn (xem Phần Hai) chứ không phỏng đoán về một tương lai không thể biết trước.

Quy tắc 8

Quá dư thừa sẽ không bền vững

"Rất nhiều người đang thất bại sẽ thành công, và rất nhiều người đang thành công sẽ sụp đổ."

- Horace

Không từ ngữ nào chính xác hơn.

Chắc hẳn bạn đã từng nghe cụm từ "chuyện gì rồi cũng sẽ qua", nhưng có lẽ bạn không biết lịch sử phong phú và nguồn gốc mơ hồ của nó. Cụm từ này được cho là bắt nguồn từ rất nhiều giai thoại như vua Solomon, các nhà thơ thuộc trường phái Sufi (Hồi giáo mật tông), và phổ biến nhất là từ "vị vua phương Đông". Trong tác phẩm của các nhà thơ Sufi, cụm từ này được khắc trên một chiếc nhẫn dâng lên nhà vua khi ngài yêu cầu vị cận thần khôn ngoan nhất làm ra một đồ vật sẽ giúp ngài vui vẻ mỗi khi buồn phiền. Tất nhiên, điều trớ trêu nhất là chiếc nhẫn với dòng chữ "chuyện gì rồi cũng sẽ qua" không chỉ giúp nhà vua vui vẻ lúc buồn, mà còn có hậu quả không mong muốn là sẽ khiến ngài buồn bã mỗi khi hạnh phúc.

Dân gian Do Thái lại kể rằng vua Solomon vừa là người khởi xướng, vừa là người lĩnh ngộ ra sự vô thường của cuộc sống qua câu chuyện mô tả về cụm từ luôn đúng trong mọi hoàn cảnh. Cụm từ này cũng rất phổ biến ở phương Tây vào thế kỷ 19 và nổi tiếng nhờ Abraham Lincoln, ông nói, "Người ta kể rằng một vị vua phương Đông đã có lần yêu cầu những người hầu cận thông minh nhất tìm ra một câu nói luôn đúng và phù hợp trong mọi hoàn cảnh, mọi thời đại. Họ đã dâng cho ông ta câu nói 'chuyện gì rồi cũng sẽ qua'. Nó mới đúng đắn làm sao! Kiềm chế làm sao trong những lúc kiêu căng, tự phụ! An ủi làm sao trong giây phút đau khổ tột cùng!"[69] Tuy nguồn gốc của câu nói đúng đắn này có thể không rõ ràng, nhưng không thể phủ nhận tác dụng của nó trong lĩnh vực đầu tư. Các nhà đầu tư sẽ trở nên

khôn ngoan khi học được bài học rằng, bất kỳ sự quá đà nào cũng sẽ không kéo dài mãi mãi.

[69] A. Lincoln, "Address before the Wisconsin State Agricultural Society", abrahamlincolnonline.org (September 30, 1859).

Lên bìa tạp chí Sports Illustrated là điều xui xẻo?

Người yêu thể thao ở khắp nơi đều rất quen thuộc với lời đồn vận rủi trang bìa tạp chí *Sports Illustrated* (S.I). Người ta đồn đại rằng bất kỳ vận động viên hay đội thể thao nào xuất hiện trên trang bìa S.I đều sẽ dính chấn thương, thành tích kém hay bị vận đen đeo bám trong nhiều tuần, nhiều tháng khiến danh tiếng họ bị giảm sút. Cuối năm 2002, hai đội bóng chày Cubs và Red Sox đã khát danh hiệu vô địch suốt gần một thế kỷ, xuất hiện trên trang bìa S.I giữa chuỗi trận thắng liên tiếp. Cả hai đội đã đối mặt thành tích hết sức thê thảm khi Yankees hồi phục sau ba hiệp thua và đánh bại Red Sox; đội Cubs thậm chí còn thua bảy hiệp khi thi đấu với Marlins - đội bóng mới nổi.

Võ sĩ quyền anh Michael Spinks rất oai phong trên bìa S.I ngay trước trận so găng với Mike Tyson với tiêu đề "Tôi sẽ chiến thắng." Đáng buồn thay, Spinks đã bị hạ gục và bại trận chỉ sau 91 giây trong trận đấu với Tyson. Bộ tứ "trụ cột" của Yankees là Derek Jeter, Mariano Rivera, Andy Pettitte và Jorge Posada đã cùng xuất hiện trong một ấn bản mùa hè năm 2010 của S.I. và chỉ trong vòng bảy ngày, ngoại trừ Jeter, tất cả đều ghi tên trong danh sách người khuyết tật. Dù không bị chấn thương nhưng Jeter lại có năm tấn công tồi tệ nhất trong sự nghiệp của mình.[70]

[70] B. Kalchik, "Top 10 cases of The SI Jinx", ransports.com (October 7, 2014).

Người hâm mộ dần trở nên mê tín hơn, rất nhiều người tin rằng thực sự có những lời nguyền yểm trên tạp chí *Sports Illustrated*. Tuy nhiên, lời giải thích hợp lý hơn là hiện tượng mà các nhà tâm lý học gọi là Đảo ngược về giá trị trung bình, hay xu hướng dần tiến đến giá trị trung bình qua thời gian. Một đội hay vài cầu thủ xứng đáng được xuất hiện trên trang bìa *Sports Illustrated* thường có thành tích xuất sắc trên mức trung bình. Nó cũng hợp lý khi qua thời gian thành tích của họ dần trở nên bình thường hơn.

Trong cuốn Thinking, Fast and Slow, Daniel Kahneman đưa ra một ví dụ khi làm việc với Không quân Israel và nghe một nhà lãnh đạo nhận xét rằng mỗi khi một phi công thực hiện một chuyến bay hoàn

hảo và được cấp trên biểu dương nhiệt liệt, thì lần bay tiếp theo lại rất kém. Vị lãnh đạo này kết luận rằng lời ca ngợi là nguồn gốc của hiệu quả kém, bằng cách nào đó nó đã khiến phi công trở nên yếu đuối hoặc tự mãn. Về sau, dựa vào kinh nghiệm, Kahneman chứng minh được rằng cho dù được khen ngợi hay bị chỉ trích, thì những chuyến bay sau lần bay có thành tích xuất sắc luôn rất tệ, và ngược lại, sau những chuyến bay tồi tệ lại có lần bay được cải thiện đáng kể. Phản hồi tích cực hay tiêu cực chỉ là bức màn sương khói che lấp bản chất của vấn đề - xu hướng tiến dần về giá trị trung bình theo thời gian.

Francis Galton, nhà thống kê học người Anh, đã nhận thấy điều tương tự trong nghiên cứu về di truyền của ông. Những người đặc biệt cao lớn thì con họ lại có xu hướng nhỏ hơn và con của người cực kỳ thông minh lại có khuynh hướng rất bình thường, và ông gọi đó là hiện tượng "hồi quy về tầm thường". Dù nghiên cứu về trí thông minh của con người, sức mạnh cơ bắp, hay chiều dài của các hạt đậu, như Daniel Kahneman đã nhận xét với Amos Tversky, "Một khi ngài trở nên nhạy cảm với nó, hồi quy sẽ xuất hiện ở khắp mọi nơi."[71]

Tầm ảnh hưởng của hồi quy về mức trung bình tại phố Wall chí ít có thể được cảm nhận một cách sâu sắc như ở Sân vận động Yankee, mặc dù các nhà đầu tư bình thường không hiểu biết nhiều về nó. James O'Shaughnessy đã đề cập đến sức mạnh của nó khi nói, "nguyên tắc không thể bác bỏ nhất tôi có thể tìm thấy trong dữ liệu khổng lồ của thị trường chứng khoán, bao gồm cả Hoa Kỳ và các thị trường phát triển nước ngoài, là sự đảo ngược về giá trị trung bình."[72]

[71] P. Bernstein, Against The Gods: The Remarkable Story of Risk (John Wiley & Sons, 2008), p. 271.

[72] O'Shaughnessy, What Works on Wall Street, p. 21.

Hẳn bạn đã đau đớn nhận ra rằng, các quy tắc của Thế giới điên rồ ở phố Wall chẳng mảy may liên quan chút nào tới kinh nghiệm sống của chúng ta. Bản chất tự nhiên của con người là luôn mong muốn mọi thứ sẽ không thay đổi. Chẳng hạn, chúng ta hy vọng rằng một người mà hiện tại chúng ta thấy rất tốt bụng và tử tế sẽ giữ mãi tính cách này. Tương tự, chúng ta kỳ vọng một doanh nghiệp đang hoạt động tốt và có lợi nhuận cao hôm nay sẽ duy trì mãi kết quả như vậy. Mong đợi cố chấp này xảy ra trong một thế giới vẫn đang tiến đến giá trị trung bình của nó có thể khiến các nhà đầu tư bình thường đưa ra các quyết định sai lầm trong cả lúc bi quan và lạc

quan. Chúng ta luôn một mực kỳ vọng - rằng cổ động viên và cổ phiếu yêu thích không thay đổi - nhưng lại sống trong một thế giới mà các xu hướng cực đoan nhanh chóng bị dập tắt.

Cuốn *Built to Last* của Jim Collins và Jerry Porras là một trong những cuốn sách về kinh doanh được đọc và phê bình nhiều nhất sau khi xuất bản. Nó được viết dựa trên một nghiên cứu tiến hành trong 6 năm "nhằm xác định những đặc điểm cơ bản chung của các công ty có tầm nhìn xa" và áp dụng chúng vào thế giới kinh doanh rộng lớn hơn. Về cơ bản, Collins và Porras muốn xem xét các công ty tốt nhất và chắt lọc ra những yếu tố giúp chúng trở nên tuyệt vời như thế.

Trong vòng 10 năm trước khi xuất bản *Built to Last*, các công ty có tầm nhìn xa trông rộng trong cuốn sách đã vượt qua chỉ số S&P 500 một cách ngoạn mục, lợi nhuận đạt 21% so với 17,5% của chỉ số thị trường[73]. Kết quả nổi trội này giúp chúng xứng đáng được xuất hiện trong cuốn sách viết về sự xuất sắc trong kinh doanh. Song chúng tôi nhanh chóng nhận thấy tác động của hiện tượng đảo ngược về giá trị trung bình đang ngày càng rõ nét, bởi lẽ chỉ có một nửa số công ty này có kết quả cao hơn thị trường trong 5 năm sau nghiên cứu. Tuy nhiên, nếu nghiên cứu các công ty này trong ngữ cảnh rộng lớn hơn từ năm 1991 đến 2007, chúng ta sẽ phát hiện ra rằng thực tế kết quả của chúng còn kém hơn so với S&P 500, chỉ đạt 13% lợi nhuận hàng năm so với mức 14% của chỉ số này. Cũng giống những khía cạnh khác, thành tích xuất sắc trong kinh doanh rồi cũng sẽ trôi qua.

[73] Montier, Value Investing, p. 95

Điều chúng ta rút ra từ các công ty riêng biệt trong Built to Last cũng được tìm thấy ở các nghiên cứu tổng hợp về người chiến thắng và người thua cuộc, hay trong nghiên cứu về các nhà quản lý quỹ. Kết quả nghiên cứu do viện Brandes tiến hành cho thấy, ngay cả các nhà quản lý quỹ dài hạn giỏi nhất cũng có giai đoạn dài làm việc kém hiệu quả, điển hình là sự đảo chiều rõ nét sau đó. Trong một vài thời điểm của nghiên cứu, trung bình có khoảng 20% các nhà quản lý giỏi bị mất danh tiếng. Thậm chí, cứ mỗi 3 năm thì có tới 40% số lượng nhà quản lý giỏi bị liệt vào danh sách có thành tích kém cỏi nhất[74]. Những "nhà quản lý giỏi nhất" không được chú trọng trước đây, thường sẽ thể hiện thành tích tốt hơn 17% mỗi năm trong vòng 7 năm tiếp theo, nhưng đa số bọn họ đều bị bỏ rơi bởi chính nhà đầu tư, những người vốn không có cơ hội chứng kiến kết quả xuất sắc của bản thân sau đó.

[74] Ibid, p.205

Năm 1998, Larry Summers thuộc Đại học Harvard và James Porterba từ MIT đã đăng tải bài báo khoa học có tiêu đề "Hiện tượng Đảo ngược về giá trị trung bình của cổ phiếu: Bằng chứng và Mối liên quan". Họ đã đặt ra các tiêu chí kiểm tra lợi nhuận của cổ phiếu trên Sở giao dịch chứng khoán New York (NYSE) từ năm 1926 đến năm 1985, để tìm hiểu hậu quả sau mỗi đợt tăng hoặc giảm giá mạnh. Và như bạn đã đoán ra, họ nhận thấy sau những giai đoạn lợi nhuận đặc biệt cao là thời điểm lợi nhuận rất thấp và ngược lại. Tương tự như vậy, Richard Thaler và Werner DeBondt cũng đề cập đến hiện tượng này trong bài báo "Thị trường chứng khoán có phản ứng quá đà?" khi mà những cổ phiếu lợi nhuận cao cuối cùng lại thành thua lỗ và những cổ phiếu thua lỗ hôm nay lại có xu hướng thành công ngày sau. Họ tiến hành kiểm tra 35 cổ phiếu có kết quả tốt nhất trong vòng 5 năm qua so với cổ phiếu tồi tệ nhất. Kết quả cho thấy, trong trung hạn (khoảng 17 tháng) những cổ phiếu bị coi là yếu kém lại vượt trội so với chỉ số so sánh 17%, trong khi cổ phiếu tốt lại thua kém chỉ số đó 6%.

Không có gì là mãi mãi

Phía trên chúng ta đã nói sơ qua về ý kiến rằng con người cần sự kiên định và cách nó chuyển hóa thành niềm tin sai lầm khi cho rằng tương lai cũng giống hệt hiện tại. Tương tự trường hợp chúng ta cho rằng một người bạn tốt hôm nay thì một năm nữa cũng vẫn là bạn tốt, bạn cũng mắc sai lầm khi giả định những ngành tăng trưởng nóng hôm nay sẽ phát triển bền vững trong tương lai. Kenneth Boulding có một câu nói rất nổi tiếng, "Bất cứ ai nghĩ rằng tăng trưởng ổn định có thể tiếp diễn vô thời hạn là một người điên hoặc một nhà kinh tế."

Nguyên nhân dẫn đến bùng nổ bong bóng bất động sản Nhật Bản vào cuối những năm 1980 cũng bắt nguồn từ các dự báo lạc quan thái quá. Có thời điểm, chỉ riêng thị trường bất động sản tại Tokyo đã cso giá trị cao gấp bốn lần bất động sản của cả Hoa Kỳ![75] Trong thời kỳ đỉnh điểm hưng phấn, giá trị bất động sản Tokyo đã tăng gấp 100 lần trong suốt 25 năm qua tại Sở giao dịch chứng khoán London, và nếu tính ra tiền thì cao gấp 5 lần lượng tiền mặt của toàn châu Âu[76]. Tương tự như báo cáo của James O'Shaughnessy về bong bóng công nghệ của Mỹ, "… Các công ty như Constellation 3D, eNotes. com, simplayer.com và Braintech chứng kiến cổ phiếu của họ được định giá cao hơn 1000% mặc dù không có doanh thu."[77]

[75] *Carlson, Common Sense, p. 22.*

[76] *O'Shaughnessy, What Works on Wall Street, p.28.*

[77] *Ibid, p.30.*

Vậy không nhận biết được tính nhất thời của sự vượt quá giới hạn chính là nguyên nhân thổi phồng bong bóng đã dẫn tới cơn địa chấn khủng khiếp, kéo dài phá huỷ tài sản thực. Một nhà đầu tư hiểu biết, giống như vị vua Đông phương khôn ngoan, phải luôn đeo chiếc nhẫn mang đến sự an ủi trong những lúc tuyệt vọng và khiêm tốn trong những lúc hưng phấn.

Thật đau đớn khi buộc phải thừa nhận rằng trong mỗi giai đoạn thịnh vượng của nền kinh tế luôn tiềm ẩn hạt giống của cuộc khủng hoảng tiếp theo. Trái ngược với ý kiến chung luôn cho rằng thị trường giá xuống là rủi ro và thị trường giá lên hoàn toàn không rủi ro, nhà đầu tư hành vi cần nhận ra rằng rủi ro thực sự được sinh ra trong giai đoạn hưng phấn và hiện thực hoá trong giai đoạn đi xuống của thị trường.

Một khó khăn nữa ảnh hưởng đến việc đánh giá đúng sự quá đà là rất nhiều giai đoạn tăng trưởng nóng của thị trường xuất hiện từ các quan điểm hết sức quá khích. Bong bóng công nghệ xảy ra vào cuối thế kỷ này là do các đánh giá dựa trên giả định rằng Internet sẽ thay đổi cách chúng ta kinh doanh, một niềm tin mà ngày nay càng trở nên gần với hiện thực hơn so với hầu hết những gì chúng ta tưởng tượng vào thời điểm đó! Song nó không có nghĩa là các yếu tố thực trong kinh doanh như khả năng sinh lời có thể phân chia và đo lường bằng các phương pháp đánh giá đơn giản như “mindshare” (chiếm thị phần trong tâm trí người tiêu dùng) hay “eyeballs on the page” (số lượt theo dõi trên trang web).

Giống như phương tiện máy bay đã thực hiện cuộc cách mạng hoá thế giới, nhưng cổ phiếu của các hãng hàng không lại là những loại đáng thất vọng, hiện nay có nhiều cuộc đổi mới trên thị trường làm thay đổi cách sống của loài người, song lại chứng tỏ đó là những đầu tư thiếu khôn ngoan khiến chúng ta có xu hướng nhiệt tình phi thực tế. Ben Graham từng nói, “triển vọng rõ rệt trong phát triển kinh doanh không chuyển hoá thành lợi nhuận cho các nhà đầu tư”[78]. Phần lớn các giai đoạn dư thừa tài chính đều được sinh ra từ một điểm cốt lõi của sự thật, khiến cho chúng càng trở nên khó xác định.

[78] *Graham and Zweig, The Intelligent Investor, p. 16.*

Mark Twain đã nhận xét rất thông minh rằng lịch sử không bao giờ lặp lại nhưng lại diễn ra một cách đồng điệu. Lần tiếp theo của nỗi sợ hãi hay tham lam thái quá sẽ không bao giờ giống lần trước, nhưng lại có điểm chung là kỳ vọng không thực tế rằng ngày mai sẽ

giống hệt ngày hôm nay và "lần này sẽ khác". Như nhà sử gia tài chính J.K. Galbraith đã trình bày trong cuốn *A Short History of Financial Euphoria:*

"Khi một tình huống giống hệt hay vô cùng tương tự xảy ra lần nữa, đôi khi chỉ cách nhau vài năm, chúng lại được chào đón bởi một thế hệ mới, thông thường là trẻ trung và luôn vô cùng tự tin coi đó là một khám phá mang tính đổi mới và đầy sáng tạo trong giới tài chính và kinh tế rộng lớn hơn. Rất ít lĩnh vực trong hoạt động của con người mà lịch sử lại không có nhiều vai trò như trong thế giới tài chính. Kinh nghiệm trong quá khứ, hằn sâu đến mức trở thành một phần của trí nhớ, không thể coi là nơi ẩn náu cuối cùng của những người thiếu sự sáng suốt để đánh giá đúng điều kỳ diệu khó tin của hiện tại."[79]

[79] H. Marks, The Most Important Thing: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor (Columbia University Press, 2011), p. 100.

Một cách thẳng thắn, nhận ra sự quá đà này sẽ khiến bạn cảm thấy nản chí đôi chút. Dường như lúc nào bạn cũng thấy mình khác biệt với mọi người, như một người với niềm lạc quan cố chấp khi đối mặt với tình hình u ám toàn cầu và một sử gia đa nghi trong thời đại xa hoa, lãng phí. Rất không thú vị nhưng có thể hữu ích.

Khi Warren Buffett viết bài luận nổi tiếng "Buy American" năm 2008, ông không hề đưa ra bất kỳ dự đoán nào và thừa nhận bản thân không có ý tưởng gì về thị trường trong ngắn hạn. Ông chỉ đơn thuần giữ nguyên cách nhìn và lặp lại câu nói không bao giờ lỗi thời, "chuyện này rồi cũng sẽ qua."

Thực hành

Suy nghĩ: "Chuyện này rồi cũng sẽ qua."

Đặt câu hỏi: "Bản thân liệu có niềm tin rằng tương lai cũng giống như hiện tại mở ra nhiều cơ hội mua cổ phiếu giá trị với mức giá thấp không?"

Hành động: Hãy chuẩn bị tài chính cho những lúc đói kém khi đang no nê và cho những bữa no nê trong thời kỳ đói kém.

Quy tắc 9

Đa dạng hóa nghĩa là bạn luôn cảm thấy hối tiếc

"Tôi cho rằng công thức của mình là: ước mơ, đa dạng hóa và không bỏ lỡ bất kỳ khía cạnh nào."

- Walt Disney

Nếu bạn từng thèm muốn cảm giác như thể mình sẽ không bao giờ nghèo khổ, hãy nhìn vào bản danh sách 400 người giàu nhất nước Mỹ của tạp chí Forbes. Khi sự ghen tị không còn nữa, hãy xem xét với con mắt khách quan để tìm ra điểm chung của nhóm người này.

Thoạt nhìn sẽ không có gì nổi bật. Một số người, như Oprah Winfrey, có sự khởi đầu khiêm tốn, trong khi những người khác, như Donald Trump lại được thừa hưởng một khoản tiền lớn khi còn trẻ. Danh sách bao gồm cả da trắng và da đen, nam nữ, già trẻ, nhưng tiếp tục xem xét bạn sẽ phát hiện ra một điều - phần lớn bọn họ trở nên giàu có khủng khiếp bắt đầu từ một vị trí xác định trong một công ty cụ thể. Cho dù là Bill Gates với Microsoft, Warren Buffett với Berkshire Hathaway, hay Mark Zuckerberg và Facebook, họ không hề đa dạng hóa đầu tư.

Nếu đầu tư tập trung là yếu tố tối cần thiết để trở nên giàu có tột cùng, thế thì làm cách nào tôi (và bất kỳ chuyên gia tài chính nào bạn đã từng gặp) có thể phủ nhận vai trò của sự đa dạng hóa? Đó là vì đầu tư tập trung chính là cách nhanh nhất để tiến vượt bậc trong bảng xếp hạng giàu có và cũng là cách nhanh nhất để tụt hạng. Giàu nhanh và nghèo nhanh là hai mặt đối lập của một đồng xu.

Harry Markowitz được ủng hộ rất nhiều khi phổ biến quan niệm đa

dạng hóa các loại tài sản trong giới tài chính, nhưng tư tưởng coi đa dạng hóa là công cụ hành vi đã có từ rất lâu. Kinh thánh đã từng đề cập đến lợi ích của tính đa dạng hóa như một kỹ thuật quản lý rủi ro trong Kinh Cựu Ước (II:2), cuốn kinh được cho là viết trong khoảng năm 935 TCN. “Hãy chia khoản đầu tư của bạn trong nhiều lĩnh vực, vì bạn không biết rủi ro nào ở phía trước.”

Trong Talmud - các văn kiện đầu tiên của Do Thái giáo cổ đại, cũng đề cập tới hình thái nguyên sơ của đa dạng hóa, quy định chia tài sản của một người thành ba phần - một phần để kinh doanh, một phần dưới dạng tiền và phần cuối cùng là bất động sản. Song có lẽ tác phẩm nổi tiếng nhất, hùng hồn nhất sớm đề cập tới đa dạng hóa là vở kịch *Người lái buôn thành Venice* của Shakespeare, trong đó có đoạn:

“My ventures are not in one bottom trusted,

Nor to one place, nor is my whole estate

Upon the fortune of this present year:

therefore, my merchandise makes me not sad.”

Tạm dịch:

“Hy vọng của tôi chẳng phải đặt vào mỗi một con tàu,

Tài sản của tôi không tùy thuộc rủi ro bất trắc của một năm.

Không, tôi đang ưu phiền vì một nỗi ray rứt không đâu, thật tôi chẳng còn hiểu nổi mình nữa.”

Điều thú vị cần lưu ý là những đề cập ban đầu về đa dạng hóa này tập trung vào tâm lý học cũng nhiều như vào lợi ích tài chính, nhằm mở rộng đầu tư cũng như quản lý nỗi sợ hãi và sự không chắc chắn vì nó liên quan đến việc kiếm tiền. Về bản chất, người ta ít áp dụng sự đa dạng hóa khi đối mặt với một tương lai không chắc chắn.

Cách tôi nghĩ về đa dạng hóa cũng rất giống cách mà công ty bảo hiểm nghĩ về phạm vi bảo hiểm. Kiểu như một số người được bảo hiểm hàng năm đều gây ra tai nạn dẫn tới các khoản bồi thường, rất nhiều người khác lại không. Công ty bảo hiểm kiếm được tiền nhờ đa dạng hóa toàn bộ số tiền của tất cả người mua bảo hiểm. Tương tự, nếu bạn đa dạng hóa các nhóm tài sản, thì nếu một loại hình đầu tư bị thất bại cũng không gây thiệt hại nhiều đến tỷ lệ thành công trong dài hạn của bạn.

Nếu ví dụ về bảo hiểm của tôi không khiến bạn thỏa mãn thì Ben Carlson gợi ý suy nghĩ về đa dạng hóa như một hình thức nhằm giảm thiểu sự hối tiếc. Như ông đã trình bày trong A Wealth of Common Sense, "Một số nhà đầu tư tiếc nuối vì bỏ lỡ những khoản lợi ích to lớn trong khi những người khác lại hối tiếc vì gây ra những khoản lỗ nặng. Sự hối tiếc nào sẽ khiến cảm xúc của bạn tồi tệ hơn?"[80]

[80] *Carlson, Common Sense, p. 126.*

Nào, trước khi bạn trả lời, tôi xin nói rằng nghiên cứu cho thấy rõ ràng bạn sẽ hối tiếc vì gây ra các thiệt hại nhiều hơn là bỏ lỡ lợi ích to lớn. Khi lập biểu đồ đường cong thoả mãn giữa lợi ích và thiệt hại, Daniel Kahneman và Amos Tversky đã phát hiện ra rằng chúng ta ghét sự thua lỗ nhiều hơn là yêu thích chiến thắng. Ngôi sao tennis Andre Agassi đã rất thấu hiểu khái niệm này khi phát biểu rằng, "Lúc này tôi vừa thắng một trận đấu, và hiểu một điều mà rất ít người trên trái đất hiểu được. Niềm vui chiến thắng không sâu sắc bằng nỗi buồn thua trận, cảm giác hân hoan không kéo dài như cảm giác mất mát. Không giống nhau chút nào."

Cũng có thể bạn thuộc thành phần hiếm hoi của loài người cảm thấy nỗi đau bị mất lợi ích còn hơn nỗi đau vì các thiệt hại thực sự. Trong trường hợp đó, hãy tập trung cao độ và chuẩn bị cho một chuyến đi bão táp. Song nếu bạn giống hầu hết phần còn lại, đa dạng hóa sẽ giúp bạn đi một chặng đường dài nhằm giảm sự biến động để đạt mục tiêu tài chính dài hạn.

Tính khiêm tốn trong đời thực

Lấy ví dụ có tên "Thập niên Mất mát" là vì các nhà đầu tư bỏ tiền vào những cổ phiếu Mỹ có mức vốn hoá lớn (như S&P 500) sẽ thua lỗ khoảng 1% mỗi năm trong suốt 10 năm đó. Chà! Song những người đa dạng hoá các khoản đầu tư ở năm loại tài sản (chứng khoán Mỹ, chứng khoán nước ngoài, hàng hoá, bất động sản và trái phiếu) lại không hề thua lỗ trong giai đoạn này, mà có mức tăng trưởng đáng kể hàng năm là 7,2%. Những năm khác thì tình huống lại trái ngược. Bảy năm sau cuộc Đại suy thoái, chứng khoán bùng nổ trở lại trong khi các gói đầu tư đa dạng tăng trưởng chậm hẳn. Trên thực tế, bạn có thể thông báo cho ngân hàng rằng một vài tài sản của bạn sẽ hoạt động kém hiệu quả mỗi năm, đây là một sự thực được thừa nhận trong phát ngôn của Tiến sĩ Brian Portnoy, "đa dạng hoá có nghĩa là bạn luôn luôn cảm thấy hối hận."

Một thực tế đơn giản là không ai biết danh mục tài sản nào sẽ luôn hiệu quả và đa dạng hóa là biện pháp hợp lý duy nhất để đối phó với

sự không chắc chắn đó. Chẳng hạn như từ năm 1928, cổ phiếu và trái phiếu chỉ giảm xuống ba lần trong cùng thời điểm (năm 1931, 1941 và 1969), có nghĩa là sự hiện diện chung của chúng đóng vai trò như giảm xóc trong thời kỳ khó khăn[81]. Giống như túi cứu hộ bị coi là vô dụng đến khi bạn bị đắm tàu, trái phiếu là lực ma sát đối với kết quả đầu tư - cho đến khi không còn là lực cản nữa.

[81] *Ibid, p.72.*

Tuy nhiên thừa nhận tính không chắc chắn không có nghĩa là làm giảm lợi nhuận. Thực tế, sự đa dạng hóa và tái cân bằng rộng rãi đã cho thấy hiệu quả tăng thêm nửa điểm phần trăm mỗi năm, con số có vẻ là nhỏ cho đến khi bạn nhận ra nó đóng vai trò to lớn thế nào trong suốt cuộc đời đầu tư[82]. Cùng xem ví dụ về trường hợp chứng khoán của khu vực châu Âu, Thái Bình Dương và Mỹ được viện dẫn trong cuốn A Wealth of Common Sense. Từ năm 1970 đến 2014, lợi nhuận hàng năm như sau:

[82] *Ibid, p.133.*

• Chứng khoán châu Âu - 10,5%

• Chứng khoán Thái Bình Dương - 9,5%

• Chứng khoán Mỹ - 10,4%

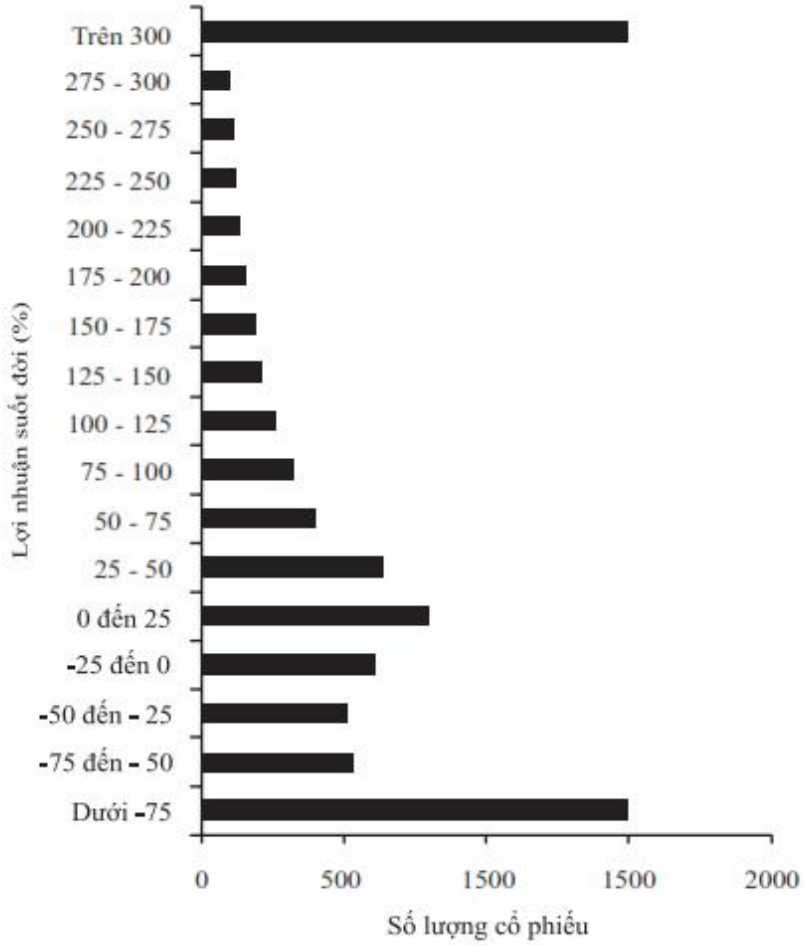
Lợi nhuận tương đương, nhưng chúng ta hãy thử xem chuyện gì sẽ xảy ra nếu kết hợp cả ba thị trường trong cùng một danh mục, tỷ lệ như nhau và tái cân bằng cuối mỗi năm để duy trì tỉ lệ như ban đầu. Chúng ta chỉ có thể mô tả kết quả như là một điều bí ẩn của sự đa dạng hoá, lợi nhuận trung bình hàng năm của danh mục đầu tư trong thời gian này là 10,8% - cao hơn hẳn kết quả của bất kỳ thành phần riêng lẻ nào! Mỗi thị trường sẽ có những năm tốt và xấu, và việc tự động tái cân bằng chịu ảnh hưởng của người bán có lợi nhuận cũng như người mua thua lỗ. *Mua thấp - Bán cao*, nghe có vẻ quen thuộc nhỉ? Bằng cách mua vào khi cổ phiếu đang rẻ và bán ra khi giá đắt hơn, tác động tương hỗ của đa dạng mới được hiện thực hoá.

Ngoài các lợi ích của sự đa dạng hóa đã được xem xét ở trên, việc sở hữu nhiều loại tài sản có xu hướng giúp làm giảm sự biến động, dẫn tới giảm "variance drain"[83]. Từ này nghe có vẻ khó hiểu, nhưng tóm lại nó nói lên rằng khi đầu tư vào các tài sản có độ rủi ro càng cao thì lợi nhuận trung bình nhân sẽ càng thấp hơn so với lợi nhuận trung bình cộng. Ngay cả khi hai danh mục đầu tư có cùng mức tỷ suất lợi nhuận trung bình cộng nhưng con số chênh lệch tích luỹ theo thời gian là rất đáng kể.

[83] *Variance drain = tỷ suất lợi nhuận trung bình cộng - tỷ suất lợi nhuận trung bình nhân*

Được rồi, nghe có vẻ vẫn rất khó hiểu nhỉ? Tôi sẽ đưa ra một ví dụ để bạn hiểu rõ hơn. Giả sử bạn đầu tư 100.000 USD vào hai tài sản đều có tỷ suất lợi nhuận trung bình hàng năm là 10%, trong đó một tài sản có độ biến động cao, cái còn lại có độ biến động trong tầm kiểm soát. Loại tài sản có biến động kiểm soát được tăng đều hàng năm 10% trong hai năm, lợi nhuận cuối cùng là 121.000 USD. Lợi nhuận đầu tư của tài sản biến động cao là -20% trong năm đầu, năm thứ hai thu được lợi nhuận lớn tới 40%, cũng mang lại kết quả trung bình 10% mỗi năm.

Tin tốt là bạn có thể khoác lác với đám bạn chơi golf về mức lợi nhuận 40% - bạn là thiên tài đầu tư! Song tin xấu là kết quả đầu tư của bạn chỉ dừng ở mức 112.000 USD, thấp hơn 9.000 USD so với khoản đầu tư vào tài sản ít biến động hơn bởi vì tỷ suất lợi nhuận trung bình nhân thấp hơn. Rất ít nhà đầu tư hiểu được rằng phải đạt được 100% mới đủ bù đắp cho 50% khoản lỗ. Tác dụng chủ yếu của đa dạng hoá nằm ở chỗ giảm thiểu rủi ro, giúp kết hợp các tài sản tối ưu hơn và giảm tác động từ hành vi xấu của các nhà đầu tư.



Biểu đồ 2 - Lợi nhuận trong suốt vòng đời đầu tư của từng cổ phiếu riêng lẻ của Mỹ

Ngay từ đầu chương tôi đã nói rằng đặc điểm chung của giới siêu giàu thuộc tất cả các lĩnh vực là một danh mục đầu tư hết sức tập trung (tức là chỉ đầu tư vào một vài tài sản, thậm chí trong nhiều trường hợp chỉ chú trọng vào một tài sản). Có thể khi ngồi trong chiếc siêu xe Maserati, uống sâm-panh thay nước và thuê Clarence phục vụ, bạn sẽ chỉ muốn chọn một cổ phiếu thôi. Chà, trước khi bạn bật nắp chai sâm-panh Cristal, tôi khuyên bạn nên xem xét nghiên cứu gần đây của Longboard Asset Management. Longboard phát hiện ra rằng có gần 40% cổ phiếu bị thua lỗ trong suốt vòng đời đầu tư, 64% có kết quả kém hơn các chỉ số thị trường có tiếng và một phần tư cổ phiếu về cơ bản sẽ dần chiếm hầu hết lợi nhuận của toàn thị trường. Kết quả nghiên cứu được thể hiện ở Biểu đồ 2.

Thật thú vị khi tưởng tượng sự giàu có của bạn sẽ tăng chóng mặt thế nào nếu bạn đặt cược toàn bộ vào ... (hãy điền tên cổ phiếu yêu thích vào đây), nhưng lịch sử cho thấy tỷ lệ bạn bị phá sản lớn gấp đôi tỷ lệ thành công. Vì vậy, có lẽ tốt nhất bạn vẫn nên uống nước, tự nấu ăn, đi xe Camry và trên hết là đa dạng hoá danh mục đầu tư.

Suy cho cùng thì thế giới cũng rất nhỏ bé

Đến lúc này hy vọng tôi đã thuyết phục được bạn về tầm quan trọng của đa dạng hoá, cho phép tôi thông báo một tin buồn - nó rất khó thực hiện. Giống như bất cứ điều gì, toàn cầu hoá cũng có những ưu điểm riêng (pha trộn các nền văn hoá truyền thống, tăng sự thấu hiểu) và khuyết điểm (chủ nghĩa dân tộc, làm mất bản sắc văn hoá), song tác động của nó lên các nỗ lực đa dạng hoá của chúng ta là vô cùng rõ nét.

Trong một thế giới ngày càng gắn kết thì sẽ càng khó đầu tư vào các tài sản không thực sự có mối tương quan với nhau. Từ năm 1971 đến 1999, mối tương quan trong vòng 12 tháng giữa S&P 500 và MSCI EAFE (chỉ số chứng khoán đo lường các thị trường đã phát triển trên thế giới, trừ Mỹ) là 0,42. Trong khi đó, nó luôn đạt trung bình là 0,83 suốt giai đoạn chuyển giao giữa thế kỷ 20 và 21[84]. Theo Tang và Xiong, hàng hoá cũng đối mặt với tình huống bị mất tính độc đáo tương tự.[85] Trong suốt những năm 1990 và đầu những năm 2000, mức độ tương quan trung bình hàng năm giữa các nhóm chỉ số vẫn duy trì ở mức khoảng 0,1. Đến năm 2009 nó đã tăng gấp năm lần lên 0,5! Tệ hơn nữa, mối tương quan giữa hàng hóa và cổ phiếu đã tăng vọt lên 0,8 trong suốt cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, mất đi sức mạnh đa dạng hóa đúng lúc cần thiết nhất[86].

[84] *Antonacci, Dual Momentum, p. 51.*

[85] *Ibid, p.56.*

[86] *Ibid, p.56.*

Khi thế giới tiếp tục nhỏ lại và sự phụ thuộc lẫn nhau của chúng ta tăng lên, có vẻ như rất trực quan để nhận thấy các nhóm tài sản sẽ giống nhau hơn. Các nguyên tắc cơ bản của đa dạng hoá trong và giữa các loại tài sản trở nên bất biến và sẽ tiếp tục mang lại hiệu quả tốt cho các nhà đầu tư, nhưng trong môi trường rộng hơn này, các nhà đầu tư sẽ phải tìm kiếm các nguồn lợi nhuận không liên quan mới.

Nghiên cứu của các nhóm mà có thành viên đa dạng về chủng tộc và tâm lý mang lại kết quả thú vị hơn. Các nhóm đa dạng sẽ mất nhiều

thời gian để đưa ra quyết định hơn, tranh cãi nhiều hơn và nói chung quá trình đạt được kết quả khó khăn hơn các nhóm tương đồng. Tuy nhiên, họ cũng đưa ra quyết định đúng đắn hơn, đánh giá các khả năng rộng hơn và quan trọng nhất là tạo ra các doanh nghiệp có lợi nhuận cao hơn.

Tương tự như vậy, sở hữu một danh mục đa dạng tài sản hoặc cổ phiếu là một công thức chắc chắn dẫn tới thất vọng nếu bạn có một tầm nhìn quá thiển cận. Sẽ luôn có kẻ chậm chân và tâm trí bạn luôn vẽ ra kịch bản "nếu chỉ" bất tận, vốn được coi là cách hạ nhục đầy hống hách đối với sự đa dạng hoá. Nhưng hãy xem xét tổng thể danh mục đầu tư trong một thời gian dài, sức mạnh đa dạng hoá sâu sắc tới nỗi quỹ đầu cơ Cliff Asness đã gọi nó là "bữa trưa miễn phí duy nhất trong đầu tư". Đa dạng hoá có thể khiến bạn luôn cảm thấy đáng tiếc, nhưng vẫn tốt hơn nhiều nếu bạn không đa dạng.

Thực hành

Suy nghĩ: "Giàu nhanh và nghèo nhanh là hai mặt của một đồng tiền."

Đặt câu hỏi: "Liệu tôi có thể đa dạng hoá rủi ro cá nhân và việc làm của bản thân bằng cách học các kỹ năng và tạo mối quan hệ mới không?"

Hành động: Đa dạng hoá ở mức tối thiểu các nhóm tài sản bao gồm cổ phiếu trong nước, quốc tế, thu nhập cố định và bất động sản.

Quy tắc 10
Rủi ro là một đường thẳng

"Tháng Mười. Đây là một trong những tháng đặc biệt nguy hiểm đối với đầu cơ cổ phiếu. Những tháng còn lại là tháng Bảy, tháng Một, tháng Chín, tháng Tư, tháng Mười một, tháng Năm, tháng Ba, tháng Sáu, tháng Mười hai, tháng Tám và tháng Hai."

- Mark Twain, *Pudd'nhead Wilson*

Mặc dù tôi đã dành cả sự nghiệp để tìm hiểu các nguyên tắc hành vi trong thế giới tài chính, đề tài nghiên cứu tiến sĩ của tôi lại về tâm lý học lâm sàng. Một phần trong quá trình hoàn thành chương trình tiến sĩ, là cung cấp hàng ngàn giờ tư vấn cho khách hàng đang trong cơn khủng hoảng, một bộ kỹ năng vô cùng quý giá khi nói chuyện với các nhà đầu tư hoảng loạn.

Khách hàng đầu tiên của tôi (chúng ta sẽ đặt biệt danh cho cô ấy là Brooke) là một người đáng nhớ và câu chuyện của cô ấy rất hữu ích để xem xét khái niệm rủi ro. Brooke cầm theo sáu chiếc phong bì vào văn phòng tôi và lập tức đặt ngay xuống bàn trước khi lên tiếng, "Tôi gặp rắc rối rồi." Brooke ăn mặc đẹp, nói năng dõng dạc và từ hồ sơ của cô ấy, tôi hiểu đây là một sinh viên rất đặc biệt. Thành thật mà nói, tôi không thể tưởng tượng ra điều gì có thể khiến một người điềm tĩnh như vậy phải bận tâm.

Trong quá trình trò chuyện, Brooke bắt đầu giải thích vấn đề của cô ấy và tôi cố tỏ ra như thể mình không phải là một anh chàng mới vào nghề đầy lo lắng. Brooke là một nhà khoa học rất tham vọng và đã nộp đơn tới một số chương trình tiến sĩ uy tín, tất cả đều hồi đáp cô ấy qua đường bưu điện - sáu lá thư mà tôi đã nhắc tới ngay từ đầu. Cô ấy mơ ước trở thành nhà khoa học từ khi còn là một đứa trẻ, đã miệt mài suốt thời trung học để được nhận vào trường đại học danh tiếng và là một sinh viên siêng năng suốt những năm đại học. Mọi

thứ cô ấy đã làm là để chuẩn bị cho khoảnh khắc này!

Những câu trả lời đã được gửi đến và cô ấy không dám mở ra. Đã đổ rất nhiều thời gian và công sức để chuẩn bị cho thời khắc này, cô ấy đang đối mặt với viễn cảnh liệu có được chấp nhận hay không. Càng gần đến thời hạn đăng ký chương trình học, cô ấy càng sợ hãi, đáng lẽ phải mở phong bì ra và hành động thì cô ấy lại bị tê liệt. Cô ấy không thể chịu đựng được ý nghĩ nỗ lực của bản thân bị chối bỏ.

Trong suốt buổi nói chuyện, tôi rơi vào một mớ bòng bong. Những lo ngại của Brooke không nằm trong bất kỳ cuốn giáo trình nào của tôi và tôi thực sự khó hiểu vì sao một người tài năng lại có thể hành động ấu trĩ như vậy. Tôi nhớ rõ mình gần như á khẩu, thậm chí còn đánh rơi tài liệu và nói chung là hoàn toàn vô dụng. Tôi được dạy không đưa ra lời khuyên trực tiếp, mà phải hỏi những câu hỏi có tính gợi mở để giúp khách hàng tự đưa ra giải pháp của riêng mình. Với những tình huống này thì nói luôn dễ hơn làm rất nhiều.

Thất vọng vì không có khả năng dẫn dắt cô theo chiều hướng tốt, cuối cùng tôi đã thốt lên, “Tôi cảm thấy nếu cứ sợ phải chấp nhận rủi ro, cô đang đặt bản thân vào đúng tình huống mà cô lo sợ đấy.” Không phải là cách xử lý hay, nhưng có hiệu quả. Ngày hôm đó, cả Brooke và tôi đều nhận ra rằng những nỗ lực kiểm soát việc không chắc chắn đôi khi lại dẫn tới sự thất vọng chắc chắn - một sự thật đúng đắn trong cả đầu tư và cuộc sống. À vâng, cô ấy đã được cả sáu trường chấp nhận và đã chọn trường phù hợp nhất!

Vấn đề của Brooke bắt nguồn từ định nghĩa sai lầm về rủi ro của cô ấy. Brooke cho rằng rủi ro là một lá thư từ chối và nhầm tưởng rằng cô ấy sẽ hoàn toàn tránh được rủi ro bằng cách không mở thư.

Định nghĩa rủi ro

Những người muốn định nghĩa và các nhà quản lý đầu tư - đều có mối quan tâm đặc biệt đến rủi ro - đã coi tính biến động của tài sản như là phương thức đo lường mức độ rủi ro của nó. Phương pháp này có ưu điểm là tính tiện dụng - dễ xác định; có thể báo cáo dựa trên thực tế và rất phù hợp để tạo ra các mô hình toán học đẹp đẽ (nhưng đa phần là vô dụng). Hạn chế chủ yếu của việc sử dụng biến động làm đại diện cho rủi ro là: nó thực sự không phù hợp với tiêu chí mà nó cần phải đo lường.

Nhà đầu tư giá trị huyền thoại Howard Marks đã mô tả nó rất rõ ràng:

“Các viện sĩ đã thống nhất coi sự biến động là đại diện cho rủi ro bởi

tính tiện lợi của nó. Họ cần một con số khách quan; có thể xác định chắc chắn trong quá khứ và suy đoán được trong tương lai cho các tính toán của mình. Tính bất ổn phù hợp với các yêu cầu mà hầu hết những loại rủi ro khác không đáp ứng được. Tuy nhiên, vấn đề là tôi không cho rằng bất ổn là loại rủi ro mà tất cả các nhà đầu tư quan tâm. Thay vào đó, tôi nghĩ nguyên nhân chính khiến mọi người không dám đầu tư là vì lo ngại bị mất tiền hay mức lợi nhuận thấp không thể chấp nhận được. Với tôi, câu Tôi cần nhiều yếu tố hơn ngoài mức tăng giá tiềm năng trong ngắn hạn vì lo sợ bị mất tiền khủng khiếp hơn nhiều Tôi cần nhiều yếu tố hơn ngoài mức tăng giá tiềm năng bởi vì tôi sợ giá có thể thay đổi.Không, tôi tin rằng - ý nghĩa hàng đầu của rủi ro là khả năng bị mất tiền."[87]

[87] *Marks, The Most Important Thing, p. 36.*

Hãy ngẫm nghĩ lại các quy tắc đầu tư nổi tiếng của Warren Buffett, quy tắc đầu tiên "Không bao giờ mất tiền" và quy tắc thứ hai "Đừng bao giờ quên quy tắc đầu tiên." Áp dụng một số phương pháp đo lường thì công ty Berkshire Hathaway của ông thuộc nhóm có rủi ro cao khủng khiếp vì cổ phiếu của nó rất bất ổn, chỉ tính từ năm 1980 nó đã từng bốn lần mất khoảng 50% giá trị. Song Buffett chưa từng thực sự chịu rủi ro vì ông chưa bán bất kỳ cổ phiếu nào!

Một nhà đầu tư tập trung vào tính bất ổn có thể được đảm bảo rất nhiều lần tại Berkshire trong suốt 35 năm qua. Thật may mắn nhà đầu tư huyền thoại đã hiểu được lời khuyên từ Benjamin Graham, cố vấn của ông, rằng "một nhà đầu tư hoàn toàn không bị mất tiền vì giá trị thị trường của cổ phiếu của anh ta giảm, do đó thực tế sự suy giảm có thể xảy ra không có nghĩa là anh ta đang có nguy cơ bị thua lỗ."[88]

[88] *Graham and Zweig, The Intelligent Investor, p. 122.*

Merriam - Webster định nghĩa rủi ro là "khả năng tổn thất hoặc thương tích", vậy có thể định nghĩa rủi ro đầu tư là khả năng mất vốn vĩnh viễn. Xem xét sâu hơn về mặt cá nhân thì có thể định nghĩa một cách trực quan rằng rủi ro đầu tư là khả năng chúng ta không thể có được cuộc sống tài chính như mong muốn. Định nghĩa chuẩn coi rủi ro là biến động không mang tính cá nhân nhưng theo trực giác chúng ta có thể hiểu rằng rủi ro là tùy ngữ cảnh. Giống như tất cả mục tiêu, nỗi sợ hãi và bổn phận khác với tiền bạc, chúng ta đều gặp những rủi ro khác nhau.

Hãy nhớ kỹ điều này và cùng xem xét các cổ phiếu có nguy cơ thế nào nếu áp dụng các định nghĩa mới của chúng ta - khả năng mất

vốn vĩnh viễn và khả năng giúp chúng ta đạt được các mục tiêu tài chính của bản thân.

Những tên gọi khác của rủi ro

Chúng ta đã thảo luận về sức mạnh chống lại rủi ro của đa dạng hóa ở chương trước và phải thừa nhận rằng nếu chỉ mua một cổ phiếu duy nhất thì quả thật là hết sức rủi ro. Theo J.P. Morgan, 40% cổ phiếu đã bị "thua lỗ thê thảm" kể từ năm 1980, nghĩa là chúng bị giảm 70% hoặc sâu hơn!

Nhưng điều gì sẽ xảy ra nếu chúng ta tập hợp tất cả những cổ phiếu nguy hiểm vào một danh mục chung?

Trong cuốn Stocks for the Long Run Jeremy Siegel nhận thấy, cứ mỗi giai đoạn 30 năm từ cuối những năm 1800 tới năm 1992, thì đầu tư vào cổ phiếu còn hiệu quả hơn trái phiếu và tiền tệ. Với mỗi giai đoạn 10 năm thì có đến 80% số lần cổ phiếu vượt qua tiền mặt và chưa bao giờ bị mất tiền trong các giai đoạn 20 năm. Trái phiếu và tiền mặt vốn được coi là an toàn khi áp dụng các biện pháp đo lường rủi ro dựa trên biến động, song thực tế chúng lại luôn không theo kịp lạm phát trong các giai đoạn đó.

Siegel đã phát biểu về cái logic loằng ngoằng này như sau, "Trong bất kỳ giai đoạn 20 năm nào, bạn cũng sẽ không bao giờ bị mất tiền nếu đầu tư vào cổ phiếu, nhưng có thể bị mất tới một nửa danh mục nếu đầu tư vào trái phiếu (sau khi đã tính lạm phát). Vậy tài sản nào rủi ro hơn?"[89] Trong vòng 30 năm trở lại đây, trung bình cổ phiếu đạt lợi nhuận 7,4% sau lạm phát, trong khi trái phiếu hầu như không tăng, chỉ đạt 1,4%.[90] Tôi không biết bạn sẽ gọi loại tài sản có kết quả đầu tư trung bình 500% một năm và luôn duy trì như thế là gì, nhưng tôi sẽ không gọi nó là rủi ro.

[89] M. Housel, '25 Important Things to Remember As an Investor', fool.com (March 28, 2013).

[90] 'Historical Returns for US Stock/Bond Allocations, And Choosing Your Allocation', QVM Group (July 30, 2013).

Một nguy cơ khác của khái niệm rủi ro dựa trên biến động là nó khiến chúng ta chìm đắm trong những biến động hàng ngày của thị trường thay vì tập trung vào dài hạn. Nhấn mạnh một lần nữa, cổ phiếu có vẻ rất đáng sợ nếu bạn theo dõi diễn biến của nó mỗi ngày. Greg Davies chứng minh rằng nếu kiểm tra tài khoản của mình hàng ngày, bạn sẽ trải qua cảm giác mất mát hơn 41% thời gian. Điều này khá là đáng sợ vì chúng ta tin rằng bản chất con người sẽ luôn cảm

thấy thiệt hại tồi tệ gấp hai lần cảm giác đạt được lợi ích! Nếu chỉ kiểm tra 5 năm một lần thì bạn sẽ chỉ cảm thấy mất mát 12% thời gian và những người kiểm tra tài khoản 12 năm một lần thì không bao giờ cảm thấy thua lỗ.[91] Mười hai năm có vẻ rất dài, nhưng hãy nhớ là thời gian đầu tư đối với hầu hết các cá nhân có thể kéo dài từ 40 đến 60 năm.

Coi bất ổn là đại diện cho rủi ro, chúng ta đã bỏ qua khả năng kết hợp trong dài hạn mà chỉ tập trung vào tính quanh co và vô nghĩa của các xu hướng hàng ngày. Nhà quản lý quỹ Tom Howard đã bình luận về niềm tin sai lầm này, "một điều trớ trêu là nếu chỉ tập trung vào các biến động trong ngắn hạn khi xây dựng danh mục đầu tư dài hạn, thì chắc chắn là rủi ro đầu tư sẽ tăng lên."[92]

[91] G.B. Davies and A. de Servigny, Behavioral Investment Management: An Efficient Alternative to Modern Portfolio Theory (McGraw-Hill Education, 2012), p. 53.

[92] C.T. Howard, Behavioral Portfolio Management: How successful investors master their emotions and build superior portfolios (Harriman House, 2014), p. 20.

Đầu tư dài hạn đòi hỏi các biện pháp đánh giá rủi ro dài hạn tương đương. Được xem xét trong khoảng thời gian hợp lý, một danh mục đầu tư với cổ phiếu nắm vai trò chủ đạo sẽ mang lại rất nhiều phần thưởng và rất ít rủi ro, xét trên mọi khía cạnh.

Bớt tính hấp dẫn, tăng tính quan trọng

Theo trực giác, phần lớn các nhà đầu tư hiểu rằng quản lý rủi ro rất quan trọng, nhưng ít người nhân ra được rằng việc quản lý nhược điểm thậm chí còn quan trọng hơn theo đuổi ưu điểm. Howard Marks đã phát biểu, "Xét trong toàn bộ sự nghiệp đầu tư, hầu hết kết quả của các nhà đầu tư được xác định bởi số tiền thua lỗ, số dự án đầu tư tệ hại hơn là số tiền họ kiếm được. Kỹ năng kiểm soát rủi ro khéo léo là dấu hiệu của nhà đầu tư tài ba."[93]

[93] Marks, The Most Important Thing, p. 66.

Bất chấp vai trò quan trọng của nó, rủi ro đầu tư vẫn có những đặc điểm khiến nó trở nên khó kiểm soát. Trước hết, rủi ro hoàn toàn tồn tại trong tương lai và, như đã thống nhất, chúng ta không có kỹ năng để tiên đoán điều gì sẽ xảy ra trên con đường phía trước. Khó khăn thứ hai là không phải lúc nào chúng ta cũng nhận được phản hồi trực tiếp về việc bản thân đã thành công như thế nào trong nỗ lực quản lý rủi ro. Lấy ví dụ trường hợp người dự báo thời tiết nói 80% ngày

mai sẽ mưa và khuyên chúng ta nên mang theo ô. Dù không thường so sánh thế này, nhưng cũng có khả năng ngày mai trời sẽ không mưa mà dự báo thời tiết đoán đúng. Suy cho cùng, họ chỉ dự đoán được 80% khả năng mà vẫn được coi là xác suất chính xác, ngay cả khi một cơn bão khủng khiếp được dự báo mà không xảy ra. Trừ phi khẳng định "điều này sẽ không bao giờ xảy ra" hay "điều này chắc chắn sẽ xảy ra", thật khó để biết liệu những nỗ lực trong quản lý rủi ro của chúng ta có hiệu quả hay không.

Nếu rủi ro là yếu tố quan trọng để đảm bảo lợi nhuận lớn nhưng lại không nhìn thấy bằng mắt thường, vậy thì chúng ta phải làm gì?

Peter Bernstein đã cho chúng ta một manh mối trong Against the Gods, đây có lẽ là đánh giá toàn diện nhất về rủi ro tài chính từng được ghi chép. Bernstein gợi ý, "bản chất của quản lý rủi ro nằm ở việc tối đa hoá các lĩnh vực mà chúng ta có thể kiểm soát được kết quả, đồng thời giảm thiểu những lĩnh vực mà chúng ta hoàn toàn không kiểm soát được kết quả; và chúng ta không thể nhìn thấy mối liên hệ giữa hệ quả và nguyên nhân."[94]

[94] *Bernstein, Against The Gods, p. 197.*

Chúng ta bắt đầu quản lý rủi ro bằng cách kiểm soát những thứ có thể kiểm soát được. Một lần nữa, lời khuyên thông thái của Bernstein thể hiện quan điểm manh nha về biện pháp đánh giá rủi ro dựa trên biến động. Hệ số rủi ro beta, hay tính biến động của cổ phiếu tương ứng với một tiêu chuẩn, cho thấy sự mâu thuẫn gay gắt qua thời gian và cung cấp cho chúng ta rất ít thông tin. Mặt khác, các yếu tố cơ bản hơn cung cấp cả bằng chứng về mặt logic lẫn kinh nghiệm rằng chúng ta có thể thực hiện các bước quản lý rủi ro bằng cách nhìn nhận cổ phiếu đúng theo bản chất của nó - là một phần của một công ty thực sự - chứ không phải một dấu chấm loé lên trên màn hình. Khả năng chúng ta khái niệm hoá đầu tư theo cách này càng cao thì chúng ta càng có thể đo lường chính xác những rủi ro tiềm tàng.

Một trong những yếu tố cơ bản đó chính là cái giá trả cho một công ty. Hãy để tôi nói rõ ràng hơn, chẳng có rủi ro nào lớn hơn việc trả quá nhiều tiền cho một cổ phiếu, bất kể nó là thương hiệu đáng ao ước nhường nào. Tại thời điểm viết cuốn sách này (tháng 12 năm 2015), hai cổ phiếu nóng nhất lúc đó là Amazon và Netflix, cả hai đều đã hoàn trả hơn 100% cho các cổ đông. Gần đây tôi đã mua sắm đầy đủ đồ cho Giáng Sinh, và phần lớn mua từ Amazon. Tôi cũng là tín đồ lâu năm của Netflix và nghiện xem chương trình truyền hình trên tivi. Song tôi lại không sở hữu những cổ phiếu có khả năng cải thiện rất nhiều cuộc sống của mình, bởi vì hiện tại chúng đang được

bán với mức giá tương ứng gấp 900 và 400 lần lợi nhuận.

Rủi ro khi đầu tư vào một doanh nghiệp cụ thể sẽ không thể và không bao giờ tách rời khỏi mức giá trả cho nó - định giá đúng là vấn đề cốt lõi của quản lý rủi ro. Từ năm 1950 đến năm 2007, các cổ phiếu giá trị vượt trội hơn cả những cổ phiếu hấp dẫn cùng các chỉ số danh tiếng, và ít biến động hơn. Dù đo lường rủi ro bằng biện pháp truyền thống hay hành vi, không trả giá quá cao là động thái an toàn nhất mà bạn nên thực hiện.

Để tìm hiểu thêm về các yếu tố cơ bản khác mà bạn có thể dùng để đánh giá rủi ro, hãy tưởng tượng một quyết định đầu tư vĩ đại nhất trong số tất cả các dự án kinh doanh - quầy bán nước chanh của người hàng xóm thân thiết. Nếu được đề nghị đầu tư vào quầy nước chanh đó, bạn sẽ thắc mắc những gì? Có thể bạn sẽ muốn biết về sản phẩm có ngon hay không, công thức pha chế đặc biệt thế nào, lợi nhuận, cách quản lý hoặc chi phí của chanh ra sao. Rất hiếm khi câu hỏi đầu tiên của bạn lại là, “Sự biến động trong việc định giá công ty theo thời gian là gì?”

Tương tự như vậy, khi đánh giá rủi ro của một giao dịch mua một cổ phiếu cụ thể, chúng ta được cung cấp rất nhiều thứ hữu ích để kiểm tra nền tảng kinh doanh thay vì các quan điểm thất thường của người ngoài. Việc kiểm tra này có thể được thực hiện thông qua một danh sách câu hỏi, chẳng hạn như:

• Có lịch sử kết quả kinh doanh không (thường là phải trong vòng hơn 5 năm)?

• Có sự tác động nào không?

• Người lãnh đạo có đáng tin cậy không?

• Liệu tôi có thể mua toàn bộ công ty nếu muốn không?

• Có sản phẩm nào thay thế cho sản phẩm hay dịch vụ này không?

• Họ có được quyền chỉ định giá trong thời điểm khó khăn không?

• Mức giá như vậy có an toàn không?

• Tại sao những người khác không quan tâm đến cổ phiếu này?

• Nó có phụ thuộc vào một hay một nhóm những điều kiện thuận lợi không?

• Thương hiệu này có chiếm được lòng tin của khách hàng không?

Những câu hỏi này giúp nhà đầu tư khôn ngoan cân nhắc hết các cạm bẫy có thể xảy ra và thận trọng đánh giá khi mua một cổ phiếu xác định, nhưng bản chất con người phố Wall điển hình trong bạn sẽ không coi bất kỳ câu hỏi nào trong số chúng là câu hỏi nhằm quản lý rủi ro. Phố Wall đó bị mắc kẹt trong một mô hình lỗi, tầm nhìn ngắn, coi rủi ro như một phép trừ toán học mà vốn là lỗ hổng hữu ích có thể bị khai thác bởi nhà đầu tư hành vi dài hạn - người hiểu được định nghĩa thực sự của rủi ro.

Nếu cảm thấy tôi đã tàn nhẫn khi công kích quan điểm cho rằng biến động là thước đo rủi ro, thì chỉ bởi vì tôi đã chứng kiến những thiệt hại mà nó gây ra cho nhà đầu tư và người tiết kiệm thông thường. Sự biến động có vẻ đáng sợ trong ngắn hạn nhưng điều đó sẽ biến mất khi chúng ta hiểu đúng vị trí của nó. Kể từ năm 1871, thị trường đã tăng hoặc giảm hơn 20% trong 2 năm của mỗi chu kỳ 5 năm. Biến động là quy tắc, không có ngoại lệ, nó phải được lên kế hoạch và phòng chống bằng cách đa dạng hóa, nhưng không bao giờ được lẩn tránh. Bạn càng sớm thừa nhận rằng sẽ có khoảng 10 đến 15 lần điều chỉnh giảm trong suốt cuộc đời, thì bạn càng sớm kiểm soát được điều mình lo ngại nhất - khả năng không có đủ tiền để sống cuộc sống mơ ước của bản thân.

Nhằm chống lại sự biến động, Nassim Taleb đã đưa ra ví dụ một người đàn ông luôn trở về nhà vào đúng 6 giờ mỗi ngày. Nếu anh ta duy trì thói quen này một thời gian dài, gia đình sẽ bắt đầu lo lắng cho sự an toàn của người này, cho dù anh ta chỉ về nhà muộn 5 phút. Ngược lại, nếu một người cũng thường về nhà vào lúc 6 giờ tối, nhưng thi thoảng lại về lúc 5h30 chiều; hoặc có ngày lại về lúc 6h30 tối. Sự thất thường của anh ta sẽ không khiến gia đình lo lắng nếu anh ta có về muộn một chút. Nó mất một hành trình đáng kể từ quy tắc tới nguyên nhân khiến họ lo lắng.

Cứ khăng khăng đòi hỏi tính kiên định tuyệt đối có thể gây tác động ngược khiến mọi thứ trở nên bất ổn, trong khi cách tiếp cận “lạt mềm buộc chặt” lại có tác dụng mạnh dần theo thời gian. Taleb từng so sánh nó với trường hợp chúng ta tiêm một vài mầm bệnh vào cơ thể để tạo vắc-xin, và buộc phải thay đổi nếu muốn có được sự bảo vệ thực sự. “Một trong những chân lý của cuộc sống là,” ông nói, “không có sự ổn định nào lại không đi cùng bất ổn.”[95]

[95] Taleb, Antifragile, p. 107.

Giống như các thành viên gia đình trở về nhà sau giờ làm việc, lợi

nhuận của cổ phiếu luôn luôn "trở về" với nhà đầu tư dài hạn, mặc dù trong điều kiện khá nghiêm ngặt. Với những người khăng khăng đòi hỏi tính chắc chắn, có rất ít lựa chọn ngoài đầu tư cổ phiếu, nhưng sự chắc chắn đó đi kèm với cái giá không giữ được sức mua và có nguy cơ là chúng ta thậm chí còn không thể đáp ứng được nhu cầu tài chính cơ bản trong tương lai. Biến động hoàn toàn không đồng nghĩa với rủi ro, nó là phương tiện giúp nhà đầu tư hành vi giành được phần thưởng khổng lồ chỉ nhờ chút can đảm và kiên nhẫn.

Thực hành

Suy nghĩ: "Tôi chính là nguy cơ lớn nhất với việc tạo ra của cải lâu dài cho bản thân."

Đặt câu hỏi: "Tôi có đang kiểm soát những thứ có thể kiểm soát được không?"

Hành động: Quản lý rủi ro thực sự bằng cách kiểm tra tính ổn định của các doanh nghiệp bạn đang đầu tư vào và không bao giờ trả giá quá cao.

Áp dụng các quy tắc tự quản lý hành vi

Sau giờ làm việc, tôi thường chọn một con đường quanh co để về nhà, đó là cách hoàn hảo nhằm giải toả áp lực sau một ngày dài trong văn phòng. Giống như hầu hết mọi người, tôi thường lái xe về nhà một cách vô thức, nhưng gần đây trạng thái vô thức của tôi đã bị phá vỡ bởi một xe bồn bị đổ khiến dầu tràn ra cả bốn làn đường giao thông. Khi tìm kiếm một tuyến đường mới, tôi mới nhận thấy mình ở rất gần bệnh viện lớn nhất trong khu vực và một cơ sở giáo dục có thành tích tốt.

Lúc đi qua giữa hai toà nhà chính và đường ray đơn nối liền chúng, tôi phát hiện ra một điều bất ngờ. Trên khu đất cạnh đó có mười ba chuyên gia y tế mặc trang phục vô trùng - đang hút thuốc. Cả bác sĩ lẫn y tá!

Những người mà sau khi dụi tắt điếu thuốc, sẽ quay trở lại tòa nhà và cầu khẩn bệnh nhân ốm yếu của họ đừng hút thuốc. Tôi có thể nói một cách gần như chắc chắn rằng mỗi một người trong số mười ba chuyên gia này đều biết rõ tác hại của thuốc lá, nhưng họ không thể tự bỏ được. Tên khoa học cho hiện tượng này là “khoảng cách từ lời nói đến việc làm”, nhưng bất kể bạn gọi nó là gì đi nữa thì đó cũng là một điều xấu hổ.

Nhằm giúp chống lại hành vi đầu tư xấu tôi đã chia sẻ các nghiên cứu, giai thoại và ý tưởng mà bạn có thể tham khảo khi lập kế hoạch cho cuộc sống tài chính của bạn. Nhưng vì tôi cũng giống như các bạn và có xu hướng nói dễ hơn làm (nói thật là tôi vừa mới tập thể dục và rồi lại ăn kẹo Skittles), tôi biết chỉ những quy tắc này thì sẽ không bao giờ đủ. Nếu chỉ cần kiến thức và ý chí là đủ thì tất cả chúng ta sẽ gầy trơ xương và ngay ngày mai thuốc lá Marlboro sẽ lập tức phá sản rồi.

Vì chỉ kiến thức không thì chưa đủ, hai điều quan trọng nhất mà bạn

có thể làm là kiểm soát hành vi của bản thân và tìm kiếm sự trợ giúp. Bằng cách làm chủ năng lực của bản thân (Quy tắc số 1), bạn nhận ra rằng tuy không thể kiểm soát nền kinh tế của Hy Lạp, song bạn vẫn có thể kiểm soát khả năng tiết kiệm hàng tháng, quản lý chi phí và tầm nhìn dài hạn. Tìm kiếm sự giúp đỡ từ bên ngoài (Quy tắc số 2) sẽ giúp bạn thực hiện tất cả các quy tắc khác được trình bày ở đây. Tôi không thể khẳng định rằng nếu bạn đọc mọi cuốn sách về đầu tư từng được xuất bản và vẫn đạt được kết quả kinh khủng là do thiếu sự hỗ trợ thích đáng; vì lực kéo của Thế giới điên rồ ở phố Wall là rất mạnh mẽ.

Hoạt động trong một thế giới làm ít tốt hơn làm nhiều, số ít thông minh hơn đám đông và tương lai chắc chắn hơn hiện tại sẽ chẳng có nghĩa lý gì, nhưng điều đó không có nghĩa là chắc chắn bạn sẽ có thu nhập thấp. Các quy tắc này là kim chỉ nam trong một thế giới vốn dĩ phải nỗ lực điên cuồng.

Bây giờ chúng ta sẽ chuyển sang Phần Hai, trong đó đưa ra một số quy trình đầu tư có lợi từ những điều phi lý được thảo luận trong Phần Một.

PHẦN HAI
QUẢN LÝ TÀI SẢN HÀNH VI

"Lịch sử không lặp lại nhưng lại diễn ra một cách đồng điệu."

- Mark Twain

Cần nhắc lại rằng không yếu tố nào giúp dự đoán sự thành công trong đầu tư của bạn chính xác hơn là khả năng thực hiện các hành vi được đề cập trong Phần Một. Bây giờ bạn đã hiểu đầy đủ về hành vi đầu tư, nên không cần thiết đọc thêm nữa mà hãy áp dụng các nguyên tắc này một cách hợp lý và đánh bại 90% các chuyên gia đầu tư, không quan tâm tới những kẻ khoác lác khác.

Nhưng quản lý hành vi không phải là cách duy nhất mà nhà đầu tư hiểu biết có thể thực hiện để tăng lợi nhuận. Tâm lý học cũng là một nhân tố quan trọng nữa để cải thiện lợi nhuận của danh mục đầu tư và khi kết hợp với các hành vi nhạy bén từ Phần Một thì có thể coi đó là một cú đấm liên tiếp đáng sợ. Phần Hai đưa ra các mô hình quản lý rủi ro hành vi cùng một số cân nhắc khi lựa chọn cổ phiếu mà sẽ là hàng rào an toàn giúp quản lý tài sản của bạn, giống như các quy tắc của Phần Một giúp hướng dẫn hành vi của bạn. Tôi gọi mô hình kiểm soát rủi ro đó là *đầu tư hành vi dựa trên quy tắc*, hoặc RBI (đặt tên theo niềm yêu thích đồng thời dành cho bóng chày và sự ngắn gọn).

Có thể lúc đầu bạn sẽ thấy điều này nghe có vẻ lạ lẫm, vì vậy để tránh cho bạn không ảo tưởng quá mức, tôi sẽ cho bạn biết nó gian nan, nhàm chán và bình thường thế nào. Một câu chuyện thú vị từ giới tiếp thị sẽ giúp con người nhận ra rằng chẳng có phép lạ nào đối với những thứ mà chúng ta cho là phức tạp khó khăn.

Câu chuyện đó như sau, Unilever đang chuẩn bị tung ra một loại dầu gội đầu mới ở châu Á và một nhân viên tiếp thị tinh nghịch đã viết

trên nhãn dán ngoài vỏ chai là "Chứa thành tố X9" (X9 Factor). Ban giám đốc điều hành của Unilever đã không chú ý đến đoạn bổ sung thành phần hư cấu này và hàng triệu chai dầu gội được sản xuất với lời quảng cáo ấn tượng (dù không đúng sự thật). Thay vì mất một khoản chi phí đắt đỏ để thu hồi sản phẩm, Ban giám đốc điều hành quyết định vẫn tung ra thị trường và đợi tới lô sau sẽ xóa dòng chữ đó đi. Sau khi bỏ dòng chữ đề cập đến X9 Factor trên vỏ chai, Unilever lại nhận được nhiều phàn nàn khó chịu từ khách hàng, thông báo rằng tóc họ trở nên khô cứng hoặc dầu gội không còn hiệu quả nữa!

Từ xa xưa, Phố Wall đã bán cho các nhà đầu tư một chai X9 Factor giả tưởng bằng cách làm phức tạp một quy trình tương đối đơn giản (nhưng không dễ dàng).

Khi đọc Phần Hai, đôi khi bạn sẽ cảm thấy nghi ngờ về tính đơn giản của các giả định bởi vì chúng rất dễ làm dễ hiểu. Giống như cô gái mồ côi Dorothy đi đến cuối con đường Gạch Vàng[96], có thể bạn sẽ cảm thấy buồn khi nhận rằng phù thủy không tồn tại ở phố Wall, mà chỉ có những lão già béo lùn chuyên tung hỏa mù thôi. Nhưng cũng giống như Dorothy, bạn sẽ thấy rằng từ bỏ hy vọng sai lầm có thể giúp chúng ta tự tin hơn vào bản thân và chỉ tập trung vào những việc quan trọng nhất.

[96] *Phim Phù thủy xứ Oz.*

Trong những chương tiếp theo, bạn sẽ học được một phương thức tiếp cận đơn giản để tiếp tục thực hiện những gì đã xảy ra trong đầu tư. Nghe có vẻ rất dễ dàng, đúng không? Chà, không phải vậy. Lý do khiến nó trở nên cực kỳ khó khăn là vì ở phố Wall, hành động "đúng" có thể dẫn đến một kết quả ngắn hạn tiêu cực và hành động "sai" lại có thể mang đến thành công ngoạn mục trong ngắn hạn. Hãy cùng xem xét câu chuyện được Paul DePodesta - nhà quản lý bóng chày nổi tiếng kể lại trong cuốn *Moneyball*. Ông đã viết trong blog của mình, *It Might Be Dangerous* :

"Nhiều năm trước, khi tôi đang chơi xì-dách (blackjack) trong một sòng bạc ở Las Vegas vào tối thứ Bảy. Tôi ngồi ở bàn số ba, và người chơi ở bàn đầu tiên đang bị thua rất kinh khủng. Chắc chắn anh ta đã tận dụng đồ uống miễn phí, và cứ mỗi 20 phút, anh ta lại thò tay vào túi lấy thêm tiền.

Trong một lượt chia bài, anh ta có mười bảy điểm với hai lá bài đầu tiên. Nhà cái xáo bài chuẩn bị cho lượt chia tiếp theo và không chú ý tới người chơi đến khi anh ta lên tiếng, "Nhà cái! Tôi muốn rút thêm

một lá nữa!" Cô ấy dừng lại, gần như cảm thấy tiếc rẻ cho anh ta và nói, "Ngài chắc chắn chứ?" Anh ta đáp phải, và nhà cái rút ra một lá bài. Chắc chắn rồi, đó chính là lá bài số bốn.

Sòng bài lập tức trở nên điên rồ, tiếng chúc mừng vang lên khắp nơi, mọi người hò reo vang dội, và bạn có biết nhà cái nói gì không? Cô ấy nhìn người chơi và nói với vẻ hết sức chân thành, "Rút giỏi lắm!"

Tôi thầm nghĩ, "Rút giỏi ư? Có lẽ nó là một lượt rút đẹp đối với sòng bài nhưng lại là lượt rút tồi tệ với người chơi! Ta không thể coi một quyết định là hợp lý chỉ vì nó có hiệu quả."[97]

[97] P. DePodesta, 'Draft Review - About Process', itmightbedangerous.blogspot.com (June 10, 2008).

Tôi có thể tóm lược khái niệm được minh họa qua câu chuyện của DePodesta là, "có thể bạn đúng nhưng bạn vẫn là một kẻ đần độn." Có thể bạn quen biết một người đánh cược vào một cổ phiếu danh tiếng duy nhất và thu được lợi nhuận rất lớn. Dù kết quả thế nào, người đó vẫn chỉ là một kẻ ngu ngốc. Có lẽ bạn đã kịp thoái ra khỏi thị trường ngay trước kỳ điều chỉnh giảm sâu chỉ bởi vì có trực giác tốt. May mắn, song bạn vẫn cứ là người khờ khạo.

Để có được sự nghiệp đầu tư phi thường, bạn không thể dựa vào vận may. Nó phải dựa trên cơ sở một cách tiếp cận có hệ thống, áp dụng được trong cả thời điểm tốt và xấu; và không bao giờ bị từ bỏ chỉ vì những hiện tượng phổ biến trong một thời điểm nhất định mà có thể không phù hợp với những thực tiễn thành công trong dài hạn.

Giống như một sòng bạc, bạn luôn tuân thủ luật lệ trong mọi hoàn cảnh, nhận ra rằng nếu tận dụng lợi thế của mình dù chỉ một chút, đến cuối cùng bạn sẽ được đền đáp rất nhiều. Tiến sĩ Wesker Gray nói trong *Quantitative Value*, "sức mạnh của đầu tư định lượng nằm ở chỗ nó có thể liên tục khai thác được các tỷ lệ chênh lệch."[98]Bảng 3 thể hiện tỷ lệ cược trong sòng bài, một tỷ lệ phần trăm chênh lệch nhỏ được tận dụng liên tục có thể mang lại khoản thu rất ấn tượng. Các sòng bài không giàu nhờ hoa hồng cao, mà là nhờ hành động đúng và khai thác tối đa phần chênh lệch. Đó chính là tiền đề cơ bản cho RBI.

[98] W.R. Gray, J.R. Vogel and D.P. Foulke, DIY Financial Advisor: A Simple Solution to Build and Protect Your Wealth (John Wiley & Sons, 2015), p. 31.

Tên trò chơi	Phần trăm nhà cái được hưởng
Roulette (0 - 0)[99]	5,3%
Xúc xắc (cược pass/come)	1,4%
Xì-dách - người chơi bình thường	2,0%
Xì-dách - chiến thuật cơ bản	0,5%
Poker Ba cây	3,4%
Slot	5% đến 10%
Video Poker	0,5% đến 3%

Bảng 3 - Phần trăm chênh lệch nhà cái được hưởng trên mỗi lần cượcRoulette(double-zero)[99]

[99] Là vòng Roulette có 38 số gồm các số từ 1 - 36 cộng thêm 2 số 0 và 00; phân biệt với vòng Roulette 37 số các số từ 1 - 36 cộng thêm 1 số 0.

Nhà kinh tế học Richard Brealey từng nói, bạn cần 25 năm kinh nghiệm với chiến lược thì mới xác định được 95% độ chính xác của nó, cho dù về mặt thống kê có thể nó cho thấy khả năng rất cao đạt kết quả vượt trội.[100] Tuy 25 năm hơi ngắn trong cuộc đời đầu tư của hầu hết mọi người, song thật khó để đổ lỗi cho họ vì mải chạy theo lợi nhuận và chỉ hành động sau khi sự việc đã xảy ra (thiên hướng nhận thức muộn) hơn là dựa vào hệ thống quản lý đầu tư kết hợp. Như Daniel Kahneman từng nói, thiên hướng nhận thức muộn "dẫn dắt các nhà quan sát đánh giá tính đứng đắn của một quyết định không chỉ bởi quy trình có hiệu quả hay không mà còn dựa vào kết quả của nó tốt hay xấu."[101]

[100] O'Shaughnessy, What Works on Wall Street, p. 42.

[101] Portnoy, The Investor's Paradox, p. 43.

Bởi vì bạn chưa có đủ 25 năm để xác thực nên cần xem xét liệu một chiến lược có mang tính trực quan và dựa trên kinh nghiệm. Tôi tin những điều sắp nói sau đây bao gồm cả tính lý thuyết và kinh nghiệm thực tiễn. Theo sau một quá trình không phải lúc nào cũng là những điều tốt đẹp, trên thực tế đó sẽ là những giai đoạn kém hiệu quả và khó khăn về mặt tâm lý, nhằm đảm bảo cho tính hấp dẫn lâu dài hơn của nó. Một quá trình luôn luôn hiệu quả và có rất ít người áp dụng

sẽ nhanh chóng trở nên phổ biến nhưng dần dần mất đi tác dụng. Nghịch lý là, một hệ thống hữu ích về lâu dài, song luôn tồn tại những đau đớn về mặt tinh thần và kết quả kém trong thời gian ngắn, lại duy trì tính hiệu quả thông qua sự không hoàn hảo của nó. Cũng giống người chơi bài xì-dách không muốn rút thêm lá bài nào nữa khi đã có 18 điểm, điều mà hầu hết mọi người sẽ làm, cho dù có thể sẽ thấy đau lòng khi nhà cái đưa lá bài số 3 cho người chơi ngồi ngay bên cạnh.

Trước khi giới thiệu quá trình này, bạn nên xem qua Thông điệp Liên bang để xác định xem quản lý tài sản đang ở vị trí nào trong thời điểm này. Cụ thể, tôi sẽ xem xét những điểm mạnh và điểm yếu của cả hai cách tiếp cận chủ động và bị động trong đầu tư, nhằm cố gắng đưa ra một mô hình xây dựng dựa trên điểm mạnh của cả hai và triệt tiêu điểm yếu của chúng.

CÁCH THỨC QUẢN LÝ TIỀN TỆ

Quản lý bị động: nguy cơ của việc quá cẩn trọng

Quản lý đầu tư bị động, đơn giản là một phương thức đầu tư trong đó danh mục đầu tư của một quỹ mô phỏng theo đúng một chỉ số thị trường (ví dụ như S&P 500) hoặc chí ít là nỗ lực mô phỏng hiệu quả của một chỉ số. Từ quan điểm triết học, quản lý bị động bắt nguồn từ niềm tin vào thuyết thị trường hiệu quả (Efficient Market Hypothesis - EMH). EMH khẳng định rằng giá cả thị trường phản ánh nhanh chóng và chính xác mọi thông tin liên quan, khiến các nỗ lực lựa chọn cổ phiếu vào danh mục đầu tư trở nên vô ích[102]. Suy cho cùng, nếu giá cả luôn luôn đúng thì tại sao phải mất công thực hiện thêm các nghiên cứu khác chứ?

[102] www.investopedia.com/terms/p/passivemanagement.asp

Các nhà đầu tư hành vi lại cho rằng lịch sử kể một câu chuyện khác về sự xáo trộn giá cả - một điều tinh tế nhưng rất ý nghĩa. Warren Buffett đã nói về lý thuyết Thị trường Hiệu quả (EMT) như sau:

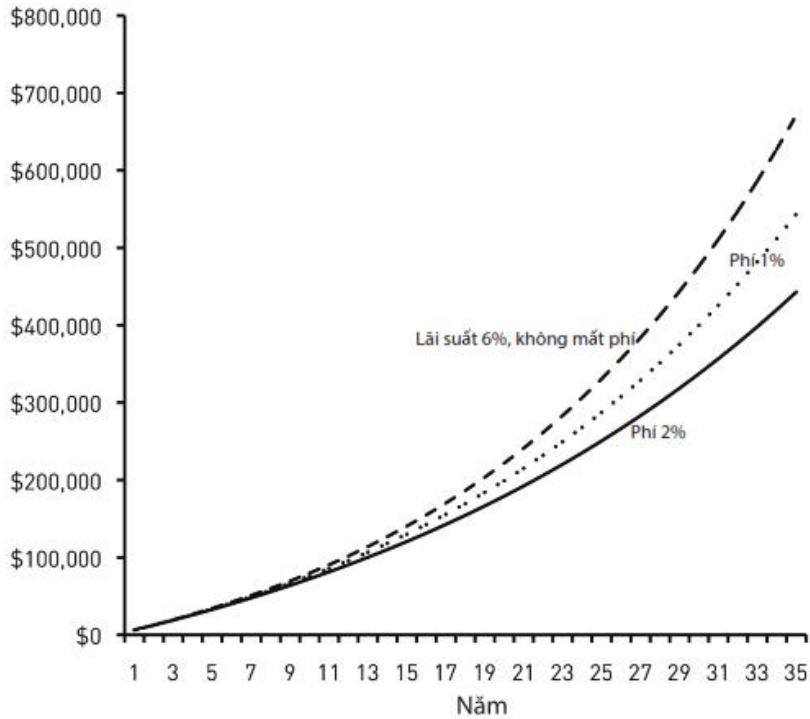
“Học thuyết EMT đã trở nên rất phổ biến - thực sự, gần như là kinh thánh trong giới học thuật những năm 1970. Về cơ bản, nó nói rằng phân tích cổ phiếu là vô dụng bởi tất cả các thông tin liên quan đã được phản ánh hợp lý trong giá của chúng. Hay nói cách khác, thị trường luôn biết mọi thứ. Kết quả tất yếu là các giáo sư giảng dạy EMT nói rằng, bất kỳ nhà đầu tư gà mờ nào cũng có thể lựa chọn được một danh mục đầu tư tiềm năng như một nhà phân tích chứng khoán sáng giá và chăm chỉ nhất. Đáng ngạc nhiên là EMT không

những được đón nhận bởi các học giả, mà còn bởi nhiều chuyên gia đầu tư và các nhà quản lý doanh nghiệp nữa. Đúng là thị trường THƯỜNG XUYÊN hiệu quả, nhưng kết luận rằng nó LUÔN LUÔN hiệu quả là sai. Sự khác biệt giữa hai mệnh đề này như ngày với đêm."[103]

[103] W.R. Gray and T. Carlisle, Quantitative Value: A Practitioner's Guide to Automating Intelligent Investment and Eliminating Behavioral Errors (John Wiley & Sons, 2012), p.9.

Vì quản lý bị động không cần đến các nghiên cứu tốn kém cùng các nhà quản lý tài ba, nên các phương thức đầu tư bị động cũng tốn ít chi phí hơn rất nhiều so với phương thức chủ động; tiết kiệm một khoản lớn cho các nhà đầu tư. Trong cùng một điều kiện, các nhà đầu tư nên chọn các quỹ ít tốn kém nhất vì các khoản phí sẽ làm giảm kết quả và dẫn đến giảm đáng kể lợi nhuận trong suốt cuộc đời đầu tư.

Tác động tiêu cực nghiêm trọng của các khoản phí được minh họa trong Biểu đồ 3, với giả định rằng một nhà đầu tư tiết kiệm được 500 USD mỗi tháng và mỗi năm đầu tư 6.000 USD với mức lợi nhuận hàng năm là 6% trong suốt 35 năm. Nếu không bị tính phí (một tình huống thiếu thực tế, được dùng để so sánh) tài khoản của nhà đầu tư đã tăng lên đến 670.000 USD. Nếu phí hàng năm là 1% và 2%, số tiền này lần lượt giảm xuống còn 540.000 USD và 440.000 USD. Khoản phí 2% tương ứng với một khoản tiền đáng kinh ngạc là 230.000 USD trong 35 năm. Thông điệp rất rõ ràng: phí càng thấp càng tốt.



Biểu đồ 3 - Ảnh hưởng của phí trong một khoảng thời gian đầu tư 35 năm (lãi suất 6% hàng năm, đầu tư 6.000 USD một năm)

Hơn nữa, các quỹ bị động không những ít tốn kém - mà họ còn liên tục đánh bại các quỹ chủ động trong bất kỳ khoảng thời gian nào bạn muốn xem xét. Chỉ cần nhìn vào kết quả của Bảng đánh giá SPIVA, chúng ta có thể thấy được kết quả tương quan giữa các nhà quản lý chủ động so với đồng nghiệp thụ động của họ. Trong khoảng thời gian 5 và 10 năm tương ứng có tới 89% và 82% nhà quản lý quỹ vốn hóa lớn bị đánh bại bởi phương thức bị động trong đầu tư (đó là so sánh con số trước khi trừ phí!) Kết quả cho những cổ phiếu vốn hóa nhỏ, thường được coi là xây dựng giá kém hiệu quả và vì thế sẽ thích hợp hơn với phương thức quản lý chủ động, lại rất đáng thất vọng: quản lý bị động hạ gục 88% các nhà quản lý cổ phiếu giá thấp trong vòng 10 năm.[104]

[104] A.M. Soe, 'SPIVA U.S. Scorecard', S&P Dow Jones Indices (2014).

Với mức phí tối thiểu và lợi nhuận ấn tượng, không có gì đáng ngạc nhiên khi các nhà đầu tư từ Warren Buffett trở xuống đều đề nghị phương thức bị động là sự lựa chọn tốt nhất cho hầu hết các nhà đầu tư nhỏ. Nhưng có điểm yếu nào trong cách tiếp cận hợp lý này

không? Tất nhiên là có.

Nền tảng sai lầm

Giống như một kết cấu kiến trúc chỉ đứng vững khi xây dựng nền móng vững, một phương thức đầu tư tốt không thể thiếu những lập luận nền tảng đúng đắn. Trong trường hợp của thuyết thị trường hiệu quả, nền tảng đó lung lay dữ dội.

Khái niệm cốt lõi của EMH, rằng "giá cả luôn luôn đúng" đã chứng tỏ mình là sai lầm nực cười trong suốt quá trình lịch sử tài chính. Hơn 400 năm trước, bong bóng đầu tiên được ghi nhận trong lịch sử tài chính là một mặt hàng được trao đổi bằng mười lần mức lương hàng năm của người lao động lành nghề. Theo các tài liệu lưu lại từ thời điểm đó thì trong một số trường hợp, mặt hàng này còn có giá trị bằng 12 mẫu Anh đất nông nghiệp hạng nhất và thậm chí còn trực tiếp đổi được vài căn nhà.

Hẳn bạn đang tự hỏi mặt hàng quý giá đó là gì? Một bông hoa tulip. Theo ngôn ngữ hiện tại thì chúng ta gọi đó là Hội chứng cuồng hoa Tulip, người Hà Lan tin rằng giá hoa tulip sẽ không bao giờ giảm vì chúng là độc nhất vô nhị nên giá hoa cứ thế tăng vùn vụt. Trong trường hợp bạn gặp một nhà kinh tế học cứng đầu sẵn sàng tranh luận rằng "giá cả luôn luôn đúng", bạn nên ngay lập tức thừa nhận với điều kiện ông ta tặng nhà cho bạn chỉ để đổi lấy một bông hoa tulip.

Nhưng giá cả ngày càng xa rời giá trị nền tảng không nằm trong những cấu trúc cổ xưa mà Con người Hiện đại đã phát triển lên. Năm 1998, eToys.com, một công ty mới khởi nghiệp về mảng Internet, có tổng vốn hóa thị trường là 8 tỷ USD với doanh thu 30 triệu USD và lợi nhuận - 28,6 triệu USD. Đối thủ nặng ký nhất của nó, một thương hiệu tẻ nhạt lâu đời - Toys"R"Us có doanh số bán hàng cao gấp 40 lần và có lợi nhuận, nhưng vốn hóa lại chỉ bằng ¾ của eToy.com.[105]

[105] *Portnoy, The Investor's Paradox, pp. 54-55.*

Lý do dẫn đến khác biệt lớn này là sự hăng hái của nhà đầu tư đối với tính mới mẻ của Internet thời điểm đó. Tất nhiên, Toys"R"Us cũng có trang web bán đồ chơi, nhưng các nhà đầu tư mạo hiểm không thể bỏ qua khoản lợi nhuận dường như không giới hạn được hứa hẹn bởi một loạt nhóm khởi nghiệp trực tuyến mới. Trong trạng thái hưng phấn này, các thước đo truyền thống như doanh thu và lợi nhuận bị thay thế bởi những kỳ vọng mơ hồ, vốn chỉ dành cho những người mong muốn bị dội nước lạnh của thực tiễn kinh tế

khắc nghiệt. Cuối cùng eToys đã bị phá sản vào giai đoạn cuối bong bóng công nghệ, và chỉ có một người đề nghị mua lại - bạn đoán đúng rồi đấy - Toys“R”Us năm 2009.

Vì một trong những giả định cơ bản của EMH được chứng minh là sai, điều đó có nghĩa là nguyên tắc đầu tư dựa trên giả định này có thể được cải thiện. Jim Grant đã mô tả thú vị hơn: “Giả định giá trị của một cổ phiếu được xác định thuần túy bởi thu nhập nhằm mục đích quên rằng chúng ta đã thiêu cháy phù thủy.”

Bị động chỉ là một cách gọi

Nếu lắng nghe những người ủng hộ trung thành nhất của quản lý bị động, người ta có thể cho rằng những chỉ số mà các nhà đầu tư này theo dõi là sản phẩm của một số quy trình bất khả xâm phạm. Bí mật bẩn thỉu nho nhỏ của một chỉ số bị động như S&P 500 ở chỗ, ừm, nó không hoàn toàn bị động. Nhiệm vụ của phương pháp Standard & Poor là chọn một nhóm cổ phiếu phản ánh rộng hơn nền kinh tế Mỹ bằng cách bao gồm “các công ty hàng đầu trong ngành các công nghiệp hàng đầu”. Arnott mô tả các phương pháp của họ trong cuốn sách của ông, *The Fundamental Index:*

“Quá trình này mang tính chủ quan - không hoàn toàn dựa trên các quy tắc và chắc chắn không hề theo một công thức nào cả. Rất nhiều người cho rằng S&P 500 không phải là một chỉ số, mà là một danh mục đầu tư được quản lý chủ động bởi một ủy ban - và các thành viên của nó được che giấu rất kỹ lưỡng! - đã cho thấy một sự thiên vị tăng trưởng rõ rệt trong suốt quá trình bổ sung và xóa bỏ gần đây... Kết quả là Standard & Poor’s có xu hướng thêm vào các cổ phiếu ‘phổ biến’ và những cổ phiếu đã hoạt động tốt hơn là những cổ phiếu có tiềm năng cải thiện kết quả kém cỏi gần đây.”

Nói một cách đơn giản, các chỉ số tài chính là sản phẩm của sự can thiệp của con người, và do đó chúng nghiêng về những thành kiến bất lợi với các nhà đầu tư thông thường.

Để minh họa tác động tiêu cực của tính chủ quan này, Arnott đã lấy ví dụ về một số thay đổi của chỉ số này trong những năm gần đây. Năm 1995, S&P 500 bổ sung thêm 33 công ty, trong đó chỉ có bốn công ty lấy từ chỉ số NASDAQ công nghệ cao. Tuy nhiên năm 2000, vào thời điểm đỉnh cao của cơn sốt công nghệ, 24 trong số 58 công ty được bổ sung vào S&P 500 là những công ty công nghệ từ NASDAQ. Ngoài ra, ủy ban cũng gạt đi những tiêu chí mà nó định ra để cho phép bổ sung các công ty được ưa thích nhưng không có lợi nhuận như AOL. Bằng cách phớt lờ các quy tắc chuẩn mực của mình, ủy

ban S&P 500 đã chủ động nhét đầy chỉ số "bị động" ngay trong thời điểm công ty công nghệ họ vừa thêm vào xảy ra những thiệt hại nghiêm trọng.

Tính ngông cuồng của ủy ban đã gây ra các mất mát thê thảm mỗi ngày cho các nhà đầu tư. Từ tháng 3 năm 2000 đến tháng 3 năm 2002, cổ phiếu trung bình tăng 20% trong khi cổ phiếu công nghệ cao của S&P thua lỗ 20%. Một ủy ban bí mật bổ sung cổ phiếu vào một danh mục đầu tư với rất ít các quy tắc giám sát thực tế không khác gì một nhà quản lý quỹ tương hỗ đưa ra quyết định dựa trên logic lỏng lẻo tương tự. Vì thế, các phương tiện đầu tư bị động có thể không 'bị động' như bạn hình dung và có thể khiến bạn phải đối mặt với tất cả các hành vi theo đuổi lợi nhuận thường xuất hiện trong các phương thức chủ động.

Sự cố hành vi

Nếu bạn hỏi bất cứ ai trên đường phố rằng đầu tư nghĩa là gì, họ đều trả lời rằng "Mua thấp, bán cao".

Vấn đề chủ yếu với đầu tư bị động là nó vi phạm ngay nguyên tắc đầu tiên này. Các chỉ số mà phương thức đầu tư bị động mô phỏng thường được xác định theo phương pháp trọng số vốn hóa, nghĩa là tổng giá trị cổ phiếu của công ty càng lớn thì nó càng chiếm phần nhiều trong chỉ số mà chúng đại diện. Rob Arnott đã nói, "xác định một quỹ đầu tư chỉ số theo phương pháp trọng số vốn hóa vốn có rất nhiều thiếu sót. Bởi vì quy mô đầu tư của chúng ta vào bất kỳ công ty nào đều liên quan đến giá cổ phiếu, trong danh mục đầu tư trọng số thì các cổ phiếu được định giá quá cao sẽ chiếm phần nhiều và có rất ít cổ phiếu bị định giá thấp."

Nó cũng giống là các cổ phiếu trở nên đắt đỏ hơn, do đó không đủ sức hấp dẫn để mua, sức ảnh hưởng của chúng trong một chỉ số trọng số tăng lên. Đồng thời, các cổ phiếu từng bị giảm giá và mang lại cơ hội mua vào tuyệt vời bị coi nhẹ. Nói một cách sát thực, đầu tư chỉ số hoàn toàn trái ngược với những gì chúng ta cần làm, khiến chúng ta mua cao bán thấp.

Việc đầu tư chỉ số, vốn được coi là phương thức hợp lý cho các nhà đầu tư riêng lẻ, đã tiềm ẩn trong hạt nhân của nó một khối u hành vi nguy hại. Mua một chỉ số trọng số giá như S&P 500 nghĩa là bạn sẽ nắm giữ gần 50% cổ phần công ty công nghệ trong năm 2000 và gần 40% cổ phiếu công ty tài chính trong năm 2008. Chắc chắn việc đưa ra các chỉ số có tác dụng chống lại một số xu hướng hành vi như kém đa dạng và trả giá quá cao, cần có các luật lệ khác.

Phương pháp đầu tư hành vi phải đảm bảo việc lập chỉ số hiệu quả nhất, và mô phỏng sát nhất, song cũng cần cải thiện xu hướng thiên vị những cổ phiếu lớn và đắt tiền mà có lịch sử đầu tư tồi tệ.

Chúng ta cùng hội cùng thuyền

Tôi viết cuốn sách này vào cuối năm 2015, là năm mà tài sản trong danh mục đầu tư bị động tăng lên gấp ba lần. Đầu tư bị động đã liên tục thắng đậm đầu tư chủ động với chi phí rất nhỏ. Không có gì đáng ngạc nhiên khi dòng tài sản năm nay trở thành một phần của nguồn vốn lớn chảy vào đầu tư bị động. Nhưng nếu chỉ có duy nhất một bài học kinh nghiệm rút ra từ lịch sử ngành tài chính, thì đó chính là sự đồng thuận chung luôn có xu hướng báo tin xấu. Aaron Task đã nói trong bài viết sâu sắc trên blog của mình, tựa đề "Niềm kiêu hãnh trước khi Sụp đổ: Phiên bản Thiết lập chỉ số", "khi 'tất cả mọi người' đều biết điều gì đó, thì tốt nhất là đi theo hướng ngược lại. Và 'mọi người' đều biết rằng hướng đầu tư thông minh, hiệu quả nhất lúc này chính là một quỹ đầu tư chỉ số."[106]

[106] A. Task, 'Pride cometh before the fall: Indexing edition', aarontask.tumblr.com (August 29, 2014).

Jesse Felder, một tiếng nói cảnh báo thông minh khác về sự nguy hiểm của việc lập chỉ số đã phát biểu, "'đầu tư thụ động' cuối cùng sẽ trở thành nạn nhân của thành công của chính nó. Sự thay đổi lớn của các quỹ chỉ số trong khoảng 15 năm qua đã thúc đẩy định giá các thành phần lớn nhất của chỉ số tới các mức giá mà chắc chắn khiến lợi nhuận ngày càng thấp đi. Ngược lại, lợi nhuận thấp sẽ làm cho dòng tiền vào biến thành dòng tiền ra, và vòng xoáy đi lên trở thành một vòng luẩn quẩn."[107]Nassim Taleb nói, "Chúng ta đang làm tổn thương nền kinh tế, sức khoẻ, đời sống chính trị, giáo dục của chúng ta, hầu hết mọi thứ... bằng cách ngăn chặn tính ngẫu nhiên và biến động... Đây chính là bi kịch của hiện đại: giống như trường hợp các bậc cha mẹ vốn quá bảo bọc con cái và đang trong tình trạng hoảng loạn càng cố gắng giúp đỡ lại càng làm chúng tổn thương hơn."[108] Ở thị trường vốn, điều đúng sẽ trở thành không đúng khi mọi người đều thực hiện nó.

[107] J. Felder, 'Are Passive Investors Taking On Far More Risk ftan ftey Realize?', thefelderreport.com (February 3, 2016).

[108] Taleb, Antifragile, p. 5.

Các quỹ chỉ số được thành lập vì tính đa dạng hợp lý và chi phí thấp, nhưng chúng cũng bỏ lỡ một số khoản thu nhập giá trị do không khai

thác hết các điều kiện mà chúng ta biết rõ là "có hiệu quả". Warren Buffett nói về phương pháp đầu tư dựa trên EMH như lập chỉ số như sau, "Lợi thế lớn nhất trong một cuộc đua trí tuệ - cho dù đó là cờ vua, bài Bridge hay lựa chọn cổ phiếu - chính là có những đối thủ được dạy rằng suy nghĩ là một sự lãng phí năng lượng."

Chỉ cần một chút suy nghĩ và kiên trì, các nhà đầu tư thông thường có thể áp dụng những bài học kinh nghiệm để cải thiện lợi nhuận, đồng thời tránh được xu hướng lập chỉ số quá thiên vị các công ty đắt đỏ và phô trương nhất. Không thể phủ nhận rằng chỉ số bị động là một phương thức đầu tư tốt, song nếu có thể hạn chế xu hướng thiên lệch hành vi có hệ thống thì kết quả đầu tư của chúng ta sẽ tốt hơn nhiều.

Lời thất hứa của đầu tư chủ động

Nếu đầu tư theo chỉ số được thiết kế để phản ánh một tiêu chuẩn của thị trường, thì đầu tư chủ động chỉ đơn giản một hình thức đầu tư nhằm đạt được hiệu suất cao hơn so với tiêu chuẩn tiêu biểu của thị trường. Tác dụng bề nổi của phương thức đầu tư chủ động là khả năng đạt kết quả vượt trội và quản lý rủi ro hiệu quả hơn, nhưng trong khi một số quỹ quản lý chủ động có thể hoàn thành cả hai nhiệm vụ này thì nhiều quỹ lại không thể. Giống như hút thuốc hoặc ăn thịt chế biến sẵn, lượng tiền cho quản lý chủ động đã bị giảm nhiều trong 25 năm qua. Dù có một vài lý do là không công bằng (mối quan tâm bất tận về giao dịch tần suất cao), quản lý chủ động cũng gây ra nhiều sự kiện khiến danh tiếng của nó bị giảm sút.

Thực tế đáng chê trách của quản lý chủ động ở chỗ nó là một trò chơi có tổng lợi nhuận bằng không trước thu phí, nghĩa là nhìn chung các nỗ lực chủ động ngày càng giảm. Giống như kỷ lục thắng trung bình của mỗi đội thuộc Liên đoàn Bóng chày Mỹ luôn là 50%, hiệu suất bình quân của các nhà quản lý chủ động luôn, ừm, ở mức trung bình - và đó là con số tính toán trước phí. Đây là những thông tin mà chúng ta thường nghe được từ nhóm gièm pha hình thức đầu tư chủ động, họ luôn châm biếm, "đó mới chỉ là số liệu tính toán thôi."

Tuy nhiên, theo Rob Arnott, "thực tế việc các quỹ quản lý chủ động không thể phát hiện ra những sai sót trong định giá đối với hiệu suất vượt chuẩn không có nghĩa là các sai sót này rất nhỏ, bởi vì kết quả bình quân của quỹ quản lý chủ động thông thường là đã được định trước."[109] Giống như nếu tất cả các đội bóng chày đều tầm thường sẽ không khiến giải bóng chày kém hấp dẫn - vì đến cuối cùng thì mỗi năm cũng đều có một đội giành giải nhất - nên nếu không quá nhiều quỹ quản lý chủ động tầm thường như nhau thì tất yếu chúng

ta sẽ phải lựa chọn phương thức đầu tư riêng. Những khó khăn mang tính kết cấu của kết quả vượt trội nói lên rất nhiều điều về một nhóm nhưng lại không có chút manh mối gì về người quản lý - bạn nên nhớ như vậy nếu lần sau nghe ai đó nói, “đó mới chỉ là số liệu tính toán thôi.”

[109] Arnott, Hsu, West, The Fundamental Index, p. 72.

Quỹ quản lý tài sản cố gắng đạt được hiệu suất vượt bậc thường luôn bắt đầu với một con số đáng kể trong các hình thức tính phí giao dịch và chi phí quản lý. Tóm lại các Tiến sĩ kỹ thuật tài chính của Harvard cũng không làm việc miễn phí! Theo trích dẫn từ *The Fundamental Index*, tác động của hai trở ngại này rất đáng kể, chiếm từ 0,5% đến 2% hàng năm con số giảm trừ hiệu quả của các quỹ quản lý chủ động. Mức 2% có thể không nhiều, nhưng hãy xem xét nếu khoản đầu tư 100.000 đô la với lãi suất kép là 10% một năm thì sẽ tăng lên đến 1.740.000 USD trong vòng 30 năm, trong khi đó cùng khoản đầu tư, cùng lãi suất và thời gian thì với mức 2% phí hàng năm thì chỉ đạt tới 1.000.000 USD.

Một nguyên nhân gây ra tình trạng thất hứa này là rất nhiều quỹ quản lý chủ động đóng cửa hàng năm và có thể không bao gồm trong số liệu trên. Một nghiên cứu của Arnott, Berkin và Ye cho thấy nếu tính cả các quỹ đóng cửa vào số liệu thì mức phí của các quỹ chủ động có thể tăng lên từ 2% đến 4% một năm.[110] Cùng xem lại ví dụ phía trên, lãi suất 6% (mức lãi suất là 10%, trừ đi 4% phí) chỉ mang lại một khoản 574.000 USD - một cái giá quá đắt! Nhà đầu tư hành vi hiểu rõ sức mạnh ăn mòn của các khoản phí cùng chi phí giao dịch và phải tìm cách giảm thiểu tối đa cả hai loại phí này.

[110] R.D. Arnott, A.L. Berkin and J. Ye, ‘How Well Have Taxable Investors Been Served in the 1980’s and 1990’s?’, First Quadrant (2000).

Rất ít nhà đầu tư tiếc rẻ khoản phí trả cho quỹ quản lý chủ động của mình nếu họ chứng minh được tính kỷ luật và kỹ năng, nhưng nghiên cứu cho thấy các chuyên gia cũng dễ bị mắc sai lầm ngu ngốc như bạn hoặc tôi. Charles Ellis chỉ ra trong *The Elements of Investing*, “lượng tiền mặt của các quỹ quản lý chuyên nghiệp luôn có khuynh hướng ít nhất khi thị trường đỉnh điểm và cao nhất khi thị trường xuống đáy.”[111] Giống như chúng ta, họ hào hứng mua vào khi cổ phiếu tăng giá và hoảng sợ bán ra lúc giá cổ phiếu trở nên hấp dẫn hơn. Thật đáng cảm ơn nhỉ, các nhà quản lý tài sản!

Hơn nữa, nghiên cứu thậm chí còn cho rằng rất khó để lựa chọn những quỹ quản lý tài sản nào hoạt động tốt. Tiến sĩ Brian Portnoy

còn đưa ra bằng chứng chỉ có 5% nhà quản lý của các quỹ chuyên nghiệp chứng minh được kỹ năng làm việc hiệu quả.[112] Nếu những người được trả công hậu hĩnh chỉ để lựa chọn được quỹ quản lý tài sản hiệu quả lại không thể làm tốt công việc của họ, thì có cơ hội nào cho bạn để thực hiện được việc đó không? Bài học tất yếu cho các nhà đầu tư hành vi là: bạn phải tự động hóa quy trình ở bất cứ đâu và tránh xu hướng thiên vị khi lựa chọn con người và quy trình. Nếu làm khác đi nghĩa là bạn tin rằng các quỹ quản lý tài sản chuyên nghiệp đã thực sự thoát ra khỏi cuộc cạnh tranh của xu hướng thiên vị của con người, trong khi các bằng chứng lại cho thấy hiện tượng ngược lại.

[111] B.G. Malkiel and C. Ellis, The Elements of Investing: Easy Lessons for Every Investor (John Wiley & Sons, 2013), p. 33.

[112] Portnoy, The Investor's Paradox, p. 33.

Gần đây, các quỹ quản lý chủ động đã nhanh chóng đổ thừa cho môi trường rộng lớn hơn - như chính sách của Fed, sự hồi phục từ cơn suy thoái sâu - nhưng thực tế các xu hướng thảo luận ở trên vốn đã phổ biến và tồn tại từ rất lâu. Jason Zweig của tờ *Wall Street Journal* cho biết:

"Bất kể bạn nghe thấy điều gì và sốt sắng tin tưởng bao nhiêu, sự kém hiệu quả không chỉ là hiện tượng tạm thời do các sản phẩm của thị trường hẹp trong vài năm qua[113]. Trong vòng mười năm đến giữa năm 1974, có tới 89% quỹ quản lý tài sản bị tụt hạng so với S&P 500. Trong 20 năm đến năm 1964, các quỹ trung bình giảm khoảng 110 điểm cơ bản. Thậm chí từ năm 1929 đến năm 1950, không một quỹ tương hỗ lớn nào đánh bại được S&P. Chọn bất kỳ giai đoạn nào bạn muốn, kết quả vẫn không thay đổi."[114]

[113] Là thị trường có ít chào mua và chào bán. Đặc trưng bởi tính thanh khoản thấp, độ phủ rộng và biến động cao. Thay đổi cung và/hoặc cầu nhỏ có thể có tác động mạnh lên giá thị trường.

[114] J. Zweig, 'Behavioral Finance: What Good Is It, Anyway?', jasonzweig.com (June 20, 2015).

Thực tế, một điều đáng mừng là một số quỹ quản lý tài sản chủ động nổi bật đang tích hợp các phát hiện mới của tài chính hành vi vào trong quy trình của họ. Brinker Capital, UBS, BlackRock, Barclays, Merrill Lynch, Allianz, J.P. Morgan và nhiều công ty môi giới khác cùng các quỹ quản lý tài sản đang lập ra một nhóm toàn các chuyên gia hành vi nhằm cải thiện giao dịch và dịch vụ tư vấn. Mặc dù có

tiến bộ, song rất nhiều quỹ quản lý tài sản chủ động đã không làm công việc của mình một thời gian, và họ thất bại chủ yếu là do không nhận thức được bản chất không hoàn mỹ của bản thân. Họ đã giao dịch quá mức, đưa ra mức phí quá cao, rơi vào cái bẫy cảm xúc và, như chúng ta sẽ thảo luận sau này, không nhận rõ vị trí của mình so với phương pháp bị động.

Tôi tin tưởng vào tiềm năng của quản lý chủ động là có khả năng khai thác hành vi định giá sai lệch và bảo vệ các nhà đầu tư khỏi thảm họa, nhưng những điều này phải bám sát vào sự hiểu biết sâu sắc về tâm lý đầu tư. Nếu quản lý chủ động muốn phát triển, nó phải biến tiềm năng thành hiện thực - quản lý rủi ro, hiệu suất, tận dụng những xu hướng hành vi - mà không phải là một lời hứa suông.

Theo các xu hướng được thảo luận trong vài trang sách vừa rồi, lĩnh vực đầu tư đang ngày càng phân hóa giữa hai trường phái ủng hộ đầu tư chủ động và bị động. Nhưng cũng qua những gì chúng ta đã thảo luận về hai phương thức này, bạn sẽ thấy cả hai đều có điểm mạnh và điểm yếu riêng. Quản lý chủ động mang lại hy vọng quản lý rủi ro và hiệu quả vượt bậc, trong khi lập chỉ số có chi phí thấp hơn và xu hướng doanh thu thấp hơn. Bởi vì tất cả các hoạt động đầu tư đều mang tính chủ động, đầu tư theo chỉ số cũng vậy (ngoại trừ trọng số vốn hóa toàn cầu thật sự), nên điều chúng ta cần phải thảo luận là yếu tố nào hiệu quả, yếu tố nào không và tận dụng chúng thường xuyên, hơn là tham gia vào các cuộc cãi vã vô nghĩa về mặt ngôn từ.

Các hình thức đầu tư hiệu quả thường có các đặc điểm sau: đa dạng hóa, doanh thu thấp, phí thấp và tính tới xu hướng hành vi. Đầu tư kém hiệu quả thì ngược lại: đắt đỏ, không đa dạng, thường xuyên giao dịch và không cân nhắc tới các hành vi xấu. Bằng cách kết hợp những điểm mạnh và loại bỏ điểm yếu của hai trường phái này, chúng ta sẽ có được một lựa chọn giá vừa phải, có tính đến các hành vi của nhà đầu tư, giảm thiểu chi phí giao dịch và theo đuổi kết quả vượt trội hơn các chỉ số thị trường danh tiếng.

Bảng 4 tóm tắt cách tiếp cận RBI kết hợp những yếu tố mong muốn nhất của cả quản lý đầu tư chủ động và bị động.

	Phí thấp	Tính đa dạng	Hiệu suất vượt trội tiềm năng	Doanh thu thấp	Thiên hướng quản lý
RBI	✓	✓	✓	✓	✓
Bị động	✓	✓		✓	
Chủ động		✓	✓		

Bảng 4 - Đầu tư hành vi dựa trên quy tắc

Quản lý rủi ro hành vi

Như bạn đã thấy, câu chuyện về quản lý tài sản có liên quan đến sự phân biệt sai lầm giữa đầu tư chủ động với bị động. Câu chuyện này có ý nghĩa sâu sắc với nhân viên bán hàng phố Wall, nhưng hầu như chẳng có ích gì với các nhà đầu tư.

Khi chúng ta nhận ra rằng đầu tư bị động theo chỉ số không tuân theo quy luật thị trường mà theo ý chí chủ quan của ủy ban quỹ, thì câu hỏi thích đáng nhất không phải là bạn có nên đầu tư chủ động không (dù sự thật là bạn đang làm thế) mà là làm thế nào để đầu tư chủ động hiệu quả nhất. Nếu đang định tham gia vào đầu tư chủ động, bạn cũng có thể làm tốt! Nhưng trước khi trả lời câu hỏi "Làm thế nào để trở thành một nhà quản lý đầu tư chủ động giỏi?" chúng ta phải trả lời câu hỏi ít hấp dẫn - nhưng quan trọng hơn là, "Tại sao tôi không thể tệ như một nhà quản lý đầu tư chủ động?"

Giống như trường hợp đội bóng có hàng phòng thủ tốt thì giành chức vô địch nhưng tiền vệ mới là người được hâm mộ, quản lý rủi ro tốt giúp tăng hiệu suất nhưng lợi nhuận lớn mới nhận được lời ca ngợi. Nếu bạn coi điều này là hiển nhiên và nhặt một cuốn sách về quản lý rủi ro, chắc chắn bạn sẽ thấy nó nói về hai loại rủi ro đầu tư chính - rủi ro có hệ thống và phi hệ thống.

Rủi ro có hệ thống, còn được gọi là "rủi ro thị trường", là khả năng bạn bị mất tiền do những động thái của các chỉ số lớn, trái ngược với bất kỳ hoạt động kinh doanh nói riêng nào. Đa dạng hóa không mang lại bất kỳ sự bảo vệ thực sự nào đối với rủi ro có hệ thống, vì một khi sóng thần ập tới sẽ nhấn chìm tất cả thuyền bè và nó bao gồm "cả các tình huống bất khả kháng" như thiên tai. Rủi ro phi hệ thống, còn được gọi là "rủi ro kinh doanh", là khả năng khoản đầu tư vào một cổ phiếu bị mất giá trị. Loại rủi ro này có thể và cần phải được phòng ngừa thông qua đa dạng hóa - một chủ đề mà sau này chúng ta sẽ xem xét kỹ lưỡng.

Cuốn sách của bạn có thể sẽ hoàn toàn bỏ qua loại rủi ro thứ ba - rủi

ro hành vi - có vai trò quan trọng không kém. Rủi ro hành vi là khả năng hành động của bạn dẫn tới tình trạng mất vốn vĩnh viễn. Rủi ro có hệ thống là thất bại của thị trường, rủi ro phi hệ thống là thất bại trong kinh doanh, còn rủi ro hành vi là sự thất bại của bản thân.

Mặc dù hầu hết các nhà đầu tư đã được đào tạo bài bản không tuyên bố rõ ràng rủi ro hành vi là một trong những yếu tố rủi ro đầu tư chính (họ được đào tạo theo quan điểm truyền thống về thuyết nhị nguyên của rủi ro), nhưng họ cũng sẵn lòng thừa nhận khi đề cập đến quan điểm này. Chúng ta đều có xu hướng dễ dàng hình dung đến các trường hợp xảy ra hậu quả thảm khốc do suy nghĩ sai lầm của bản thân. (Tại sao tôi cứ nghĩ rằng đâm quàng bụi rậm là một ý tưởng tốt nhỉ?)

Nhưng nếu sự chấp nhận chung đã được định sẵn, thì việc xây dựng một cấu trúc không rõ ràng như thế lại là câu chuyện rất khác. Có một số mục tiêu chúng ta cần đạt được, do đó xác định được rủi ro hành vi là điều kiện tiên quyết để có thể kiểm soát được nó. Bởi lẽ bạn chẳng thể chiến đấu được với một con quái vật nếu không nhìn thấy nó. Định nghĩa được nó sẽ giúp mô hình rủi ro hành vi tạo ra triết lý đầu tư có tác dụng mạnh mẽ nhằm ngăn cản những quyết định tồi, sau đó chúng ta mới có thể thảo luận chi tiết về việc lựa chọn cổ phiếu nào cho danh mục đầu tư. Tất cả đều khởi đầu với rủi ro như minh hoạ dưới đây:

ĐỊNH NGHĨA

Rủi ro hành vi là gì?

↓

TRIẾT LÝ

Làm thế nào chúng ta có thể tạo ra một quy trình nhằm giảm thiểu những rủi ro này?

↓

TIẾN HÀNH

Các thành phần cụ thể trong quy trình của chúng ta là gì?

Hình 2 - Sơ đồ rủi ro hành vi

Kể từ khi bắt đầu hiểu được vô số cách thức khiến chúng ta huỷ hoại một danh mục đầu tư bởi logic sai lầm của bản thân, chúng ta bắt

đầu rơi vào trạng thái mà các nhà tâm lý học gọi là "catastrophizing - hội chứng suy nghĩ tiêu cực". Cũng giống như "funner", "đây" không phải là một từ thực sự như đáng ra nó phải thế. Catastrophizing là trạng thái mà bạn để mặc tâm trí lang thang với mọi khả năng bi quan có thể xảy ra. Một ví dụ điển hình như sau:

Tôi bắt đầu với nỗi lo lắng rằng mình có thể đã làm bài kiểm tra đại số rất tệ. Rất đơn giản, nhưng suy nghĩ tiêu cực nhanh chóng phát triển. "Ôi không," tôi bắt đầu tưởng tượng, "nếu không làm tốt bài kiểm tra Đại số, tôi sẽ không đậu vào Stanford. Nếu không vào được Stanford, bố mẹ tôi sẽ xấu hổ về tôi. Nếu không vào được Stanford và cha mẹ ghét tôi, tôi sẽ phải sống trong tầng hầm, theo học tại trường Cao đẳng Cộng đồng lởm và hàng ngày phải chịu đựng bữa tối mệt mỏi với mọi người. Căng thẳng sẽ khiến tôi ăn quá nhiều, từ đó làm mụn trứng cá mọc chi chít, và có nghĩa là tôi sẽ không bao giờ có buổi hẹn hò nào nữa. Tình cảnh này sẽ tiếp diễn cho đến lúc tôi chết ở tuổi 55 khi vẫn còn là một trinh nữ do bệnh béo phì và phải đưa ra khỏi tầng hầm bằng xe nâng. Và mọi cái bắt nguồn từ bài kiểm tra đại số.

Bạn của tôi, đây chính là một ví dụ rất sát thực của hội chứng suy nghĩ tiêu cực! Thông thường lối tư duy này rất khó thay đổi, khiến chúng ta thổi phồng khả năng xảy ra các sự kiện tiêu cực và bỏ qua vô số cách giải quyết khác nằm trong phạm vi năng lực của bản thân. Nhưng trong trường hợp cố gắng phân tích rủi ro hành vi, nó có thể tạo ra tác động cần thiết.

Misbehaving, câu chuyện khởi nguồn đáng kinh ngạc của Richard Thaler về lĩnh vực kinh tế hành vi, kể lại một cách đơn giản nhưng hiệu quả việc ông đặt nền móng cho lý thuyết hiện tại của nó. Hoài nghi những điều ông học được về lý thuyết thị trường hiệu quả, Thaler bắt đầu suy nghĩ về những cách sống thực tế, trong đó tất cả mọi người đều rất khác với con người "Econs" (tức là những người hư cấu luôn tối ưu hóa tiện ích và đưa ra những quyết định tài chính hợp lý) mà ông được học trong các khóa học lý thuyết của mình. Chỉ bằng một thử nghiệm tư duy đơn giản, Thaler đã tạo ra một danh sách các dị thường dẫn tới hàng ngàn dự án nghiên cứu và làm sâu sắc thêm sự hiểu biết của chúng ta về phương thức mà con người đưa ra các quyết định tài chính.

Mặc dù việc khám phá và ghi chép về tính dị thường của hành vi là bước đầu tiên quan trọng nhưng chúng lại không mang lại ích lợi cho các nhà đầu tư vì thiếu cơ cấu tổ chức rộng lớn hơn. Bây giờ chúng ta đã có danh sách dài những điều khiến chúng ta không hoàn hảo, song lại không có manh mối gì về các bước thực hiện tiếp theo. Theo

bài học rút ra từ ví dụ về việc phóng thích tù nhân Thái Lan, tin xấu mà không có giải pháp cụ thể có thể làm trầm trọng thêm vấn đề!

Lấy cảm hứng từ sự đơn giản trong phương pháp tiếp cận của Thaler, tôi đã đội cái mũ suy nghĩ tiêu cực của mình lên và bắt đầu động não về mọi cách khả dĩ mà hành vi của một người có thể ảnh hưởng tiêu cực đến quá trình ra quyết định đầu tư. Tôi có thể nghĩ ra tới gần 40 khả năng. Từ đó, tôi tìm kiếm những nền tảng tâm lý thông thường từ các mô hình quản lý yếu kém, nhằm nỗ lực tập hợp các sai lầm này vào từng nhóm có khả năng sửa chữa được. Tôi bắt đầu quá trình này mà không hề có chút định kiến nào về cách thông tin sẽ thay đổi. Năm loại rủi ro hành vi cơ bản nhất:

1. Cái tôi

2. Cảm xúc

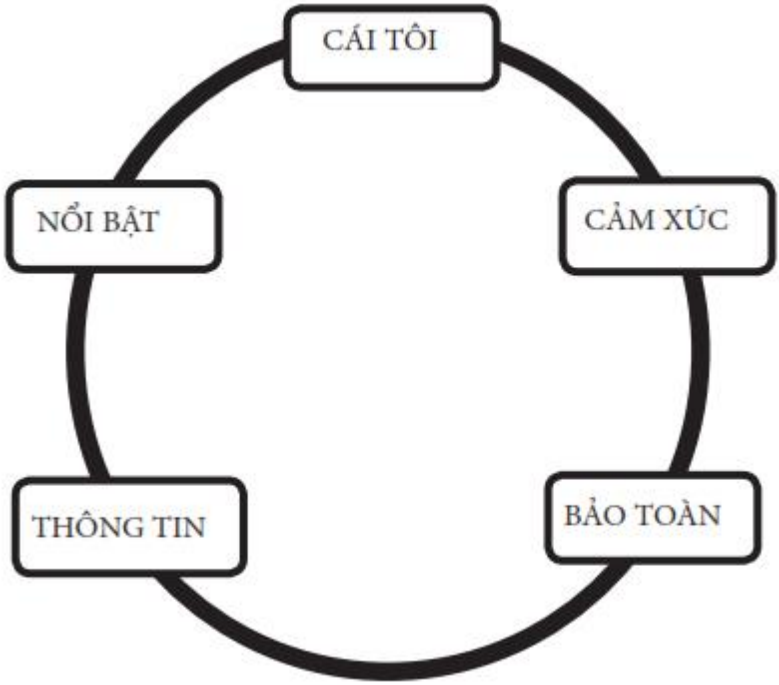
3. Thông tin

4. Tính nổi bật

5. Bảo toàn

Chúng ta có thể đưa ra vô số các quyết định sai lầm (bạn đã từng xem truyền hình thực tế?), nhưng tất cả các rủi ro hành vi đều có một hoặc một vài yếu tố trong số năm rủi ro cốt lõi này. Đây là cách phân loại duy nhất trong cuốn sách này và cho chúng ta một điểm khởi đầu quan trọng để tạo ra các quy trình quản lý đầu tư dựa trên hiểu biết về hành vi. Nếu có thể hiểu và ngăn cản mỗi loại rủi ro hành vi trong quá trình đầu tư nghĩa là chúng ta đang trên đường loại bỏ rủi ro hành vi khỏi đầu tư của chúng ta.

Hình 3 minh họa năm loại cơ bản của rủi ro hành vi. Và chúng ta sẽ đi sâu vào chi tiết từng loại rủi ro.



Hình 3 - Năm rủi ro hành vi cơ bản

1. Rủi ro cái tôi

Cái tôi được biểu lộ rõ nét qua hành vi ưu tiên nhu cầu thể hiện năng lực bản thân thông qua việc đưa ra các quyết định sắc bén. Các ví dụ cụ thể như tự tin thái quá, xu hướng trở nên bảo thủ khi niềm tin bị thách thức (phản ứng ngược) hoặc niềm tin rằng chỉ cần có sự tham gia của mình vào một dự án sẽ khiến nó thành công hơn (có cái tên đáng sợ là hiệu ứng IKEA).

Rủi ro cái tôi được thể hiện rõ rệt ở các vị thế quá tập trung, lũng đoạn và sử dụng đòn bẩy quá mức. Cho dù là hình thức thể hiện nào thì nguồn gốc vẫn luôn giống nhau - một cái tôi chỉ ưu tiên mối bận tâm của bản thân và được nuôi dưỡng qua việc đưa ra các quyết định đúng đắn.

Một số ví dụ về rủi ro cái tôi:

• **Thành kiến ủng hộ lựa chọn:** Xu hướng cho rằng quyết định đầu tư của mình là tốt đẹp và dè bỉu ý kiến của người khác.

• **Tự tin thái quá:** Luôn cảm thấy năng lực hoặc kiến thức vượt quá khả năng thực sự của bản thân.

• **Thiên kiến xác nhận:** Xu hướng tìm kiếm thông tin xác nhận một quan điểm đầu tư và từ chối xem xét thông tin không hỗ trợ quan điểm đó.

• **Hiệu ứng sở hữu:** Xu hướng cảm thấy một cổ phiếu có giá trị chỉ đơn giản vì chúng ta nắm giữ nó.

• **Phản ứng Semmelweis:** Phản đối ngay lập tức thông tin trái ngược với ý tưởng hay ý kiến được đánh giá cao.

• **Ảo tưởng kiểm soát:** Là niềm tin rằng chúng ta có vai trò quan trọng về kết quả thị trường hơn là thực tế.

• **Đồng thuận giả:** Đánh giá quá cao mức độ người khác đồng ý với ý tưởng đầu tư của chúng ta.

2. Rủi ro thông tin

Rủi ro thông tin xảy ra khi dữ liệu không đầy đủ, sai sót hoặc bị đánh giá sai đưa đến các quyết định sai lầm tương đương. Chắc chắn sẽ có những sai lầm thực sự trong thông tin mà chúng ta dựa vào đó để đưa ra quyết định, nhưng mục tiêu ở đây của chúng ta là cách mà tâm trí con người làm sai lệch ngay cả khi bộ dữ liệu là chính xác nhất. Mặc dù phân loại dữ liệu là việc hết sức vô nghĩa, thông tin chúng ta sở hữu chỉ được coi là 'chính xác' trong quá trình xem xét nó.

Rủi ro thông tin thể hiện qua sự kém hiểu biết của chúng ta về xác suất (base rate fallacy: nghịch lý tỷ suất cơ sở), quan niệm sai lầm rằng càng nhiều thông tin càng tốt, tệ hơn nữa là chúng ta không nhận thức được thành kiến của bản thân. Trong quản lý danh mục đầu tư, nó thể hiện qua sự lầm tưởng về tính phức tạp hoặc thanh khoản của các vị thế của chúng ta, tập trung vào kết quả hơn là quá trình và không nhận ra thông tin nào hữu ích khi xem xét mọi khía cạnh của một quyết định đầu tư. Phố Wall tốn vô số tiền của mỗi năm để cải thiện tốc độ cung cấp thông tin và đảm bảo nguồn tin độc quyền. Điều này là rất tốt, nhưng nhà đầu tư hành vi cũng chỉ hiểu thông tin ở mức độ một người có nhiệm vụ phải tìm hiểu nó.

Ví dụ về rủi ro thông tin:

• **Nghịch lý tỷ suất cơ sở:** Xu hướng bỏ qua xác suất để ủng hộ một thông tin cụ thể mà có vẻ dễ gây chú ý.

• **Thành kiến điểm mù:** Khả năng nhận ra quan điểm sai lầm của người khác nhưng lại không phát hiện ra sai lầm của bản thân; chính

là hàm ý 'thứ mà chúng ta không biết là mình không biết' trong bài phát biểu của Donald Rumsfeld.

• **Thành kiến thông tin:** Niềm tin sai lầm rằng có càng nhiều thông tin, cho dù là thông tin tầm thường, thì càng tốt khi đưa ra quyết định đầu tư.

• **Né tránh sự mơ hồ:** Ưa thích các rủi ro đã biết hơn là rủi ro chưa biết.

• **Bảo thủ:** Sự kết hợp từ từ của thông tin mới dựa trên niềm tin sai lầm rằng tương lai sẽ giống như quá khứ vừa qua.

• **Quan trọng hoá:** Khuynh hướng đánh giá cao thông tin không quan trọng.

• **Hội chứng não đóng băng:** Đánh giá thấp khả năng sụp đổ của thị trường và những hậu quả tiềm ẩn của nó.

3. Rủi ro cảm xúc

Rủi ro cảm xúc bắt nguồn từ thực tế rằng nhận thức về rủi ro của chúng ta bị ảnh hưởng bởi cả trạng thái cảm xúc tạm thời lẫn xu hướng cá nhân là tích cực hoặc tiêu cực. Cảm xúc khiến hầu hết chúng ta đánh giá thấp khả năng tồi tệ xảy ra với bản thân (khuynh hướng lạc quan), thậm chí tránh tiếp xúc với những thông tin xấu (hiệu ứng đà điểu) và phớt lờ vai trò quan trọng của cảm xúc trong các quyết định của chúng ta (khoảng cách thấu hiểu). Khi sợ hãi vượt quá ngưỡng, nó trở nên mạnh mẽ đến mức chúng ta gần như trở nên tê liệt nhằm cố gắng tránh đau đớn (xu hướng tiêu cực).

Các nhà đầu tư muốn tìm kiếm ví dụ về xu hướng cảm xúc trong quá trình họ ra quyết định nên bắt đầu với những giai đoạn bất ổn của thị trường. Kiểm tra giao dịch nhằm phát hiện rủi ro hoặc tìm kiếm an toàn trong giai đoạn cảm xúc dâng cao. Ngoài ra, tâm lý bầy đàn (sợ hãi khi những người khác đang sợ hãi) so với chủ nghĩa đối lập thích hợp (tham lam khi những người khác đang sợ hãi) xuất hiện tại các giai đoạn đỉnh và đáy lịch sử của thị trường.

Nghiên cứu cho thấy cảm xúc đóng vai trò quan trọng trong việc tạo điều kiện cho lựa chọn. Trên thực tế, những người bị tổn thương phần não bộ chuyên xử lý tình cảm thậm chí không thể đưa ra những quyết định đơn giản như mặc cái gì. Điều mấu chốt không phải trở nên vô cảm, mà là hiểu được mức độ nhạy cảm của chúng ta đối với căng thẳng, hoảng loạn và nỗi sợ bị mất tích.

Ví dụ về rủi ro cảm xúc:

• **Cảm xúc suy nghiệm:** Xu hướng tình trạng cảm xúc hiện tại bóp méo nhận thức về rủi ro.

• **Khoảng cách thấu hiểu:** Đánh giá thấp sự phụ thuộc vào cảm xúc và đánh giá cao việc sử dụng tính logic khi ra quyết định.

• **Khuynh hướng tiêu cực:** Chịu ảnh hưởng của các sự kiện và những suy nghĩ tiêu cực khiến nhận thức về rủi ro của chúng ta mạnh mẽ hơn nhiều so với các sự kiện tích cực.

• **Xu hướng lạc quan:** Niềm tin sai lầm rằng chúng ta ít có khả năng đối mặt sự kiện tiêu cực hơn những người khác.

• **Hiệu ứng đà điểu:** Cố gắng tránh nguy cơ bằng cách giả vờ nó không tồn tại.

• **Bù trừ rủi ro:** Xu hướng điều chỉnh hành vi tiếp nhận rủi ro liên quan đến kinh nghiệm chủ quan về rủi ro (chẳng hạn người lái xe sẽ chạy xe nhanh hơn khi đeo dây an toàn).

• **Khuynh hướng kiềm chế:** Niềm tin sai lầm về khả năng làm chủ của chính chúng ta khi đối mặt với cảm xúc mãnh liệt.

4. Rủi ro nổi bật

Rủi ro nổi bật được sinh ra từ khuynh hướng đánh giá thông tin theo các thuật ngữ liên quan và tập trung vào khả năng nổi bật khi đưa ra quyết định đầu tư. “Salience” là thuật ngữ tâm lý ám chỉ sự nổi bật, có nghĩa là sự chú ý của chúng ta có thể bị thu hút bởi những thứ có tỷ lệ xảy ra thấp - tính rùng rợn cao, như những cuộc tấn công của cá mập, trong khi bỏ qua các mối nguy hiểm tỷ lệ xảy ra cao - tính rùng rợn thấp, như ăn ở Taco Bell. Đồng thời, chúng ta cũng có xu hướng đánh giá những thứ không quen thuộc có mức độ rủi ro cao hơn và ưa chuộng cổ phiếu trong nước (thành kiến quê nhà) và những cái tên quen thuộc (hiệu ứng tiếp xúc thường xuyên), bất kể giá trị cơ bản của chúng như thế nào.

Những người muốn tìm kiếm các bằng chứng cụ thể về rủi ro nổi bật trong đầu tư của mình nên tập trung vào các giao dịch quá tải, ưa thích thái quá các cổ phiếu trong nước, sự tương quan quá mức và các khoản đầu tư ồn ào - lợi nhuận thấp xảy ra trong thời điểm hoảng loạn tập thể (ví dụ như sự e ngại dịch Ebola). Tiến sĩ Bob Nease cho rằng trong số 10 triệu thông tin mà não bộ xử lý mỗi giây, chỉ có 50 thông tin được suy nghĩ một cách có ý thức! Khi có quá

nhiều thứ ngầm ảnh hưởng tới suy nghĩ và hành động của chúng ta, cần phải rất thận trọng khi phân bổ sự chú ý tới chúng.

Ví dụ về rủi ro nổi bật:

• **Hiệu ứng mỏ neo:** Xu hướng dựa quá nhiều vào thông tin đầu tiên (ví dụ: mức giá đầu tiên trả cho cổ phiếu) khi đưa ra quyết định đầu tư.

• **Định kiến về sự sẵn có:** Nhầm tưởng sự dễ dàng của việc gợi nhắc lại thông tin với tác động hoặc xác suất của nó.

• **Xu hướng tập trung vào tính nổi bật:** Xu hướng nhầm lẫn quan điểm riêng của chúng ta về một chủ đề nào đó với tầm quan trọng thực sự của nó.

• **Thành kiến quê nhà:** Xu hướng cho rằng thị trường trong nước an toàn và dễ hiểu hơn so với thị trường quốc tế.

• **Hiệu ứng khung:** Khuynh hướng nhận thức của chúng ta về rủi ro thay đổi tùy thuộc vào việc nó được định hình là mất mát hay khoản thu được.

• **Hiệu ứng tiếp xúc thường xuyên:** Hiện tượng mà chúng ta coi cổ phiếu của một công ty là ít rủi ro hơn nếu chúng ta quen thuộc với công ty đó.

5. Rủi ro bảo toàn

Rủi ro bảo toàn là sản phẩm phụ do sự ưu tiên mất cân đối của chúng ta về lợi ích so với mất mát và giữ nguyên hiện trạng so với thay đổi. Chúng ta muốn được nhiều hơn mất và cho rằng cái cũ tốt hơn nhiều so với cái mới, quan điểm này sẽ làm méo mó khả năng nhận định thế giới rõ ràng hơn.

Bằng chứng của việc bán cổ phiếu lời quá nhanh và nắm giữ cổ phiếu lỗ quá lâu, không duy trì được mức độ rủi ro thích hợp khi "lên" và dấu hiệu chấp nhận rủi ro quá mức khi "xuống" là tất cả các dấu hiệu rõ ràng cho thấy có thể bạn đã rơi vào rủi ro bảo toàn. Mối ác cảm của chúng ta đối với sự thay đổi và mất mát thuộc về bản chất và chỉ có thể thoát khỏi nó nhờ một quá trình có chủ đích nhằm nhận ra và vượt qua được hành vi trì trệ của bản thân.

Ví dụ về rủi ro bảo toàn:

• **Sợ thua lỗ:** Mối quan hệ bất đối xứng giữa lợi nhuận và tổn thất,

theo đó cảm giác tồi tệ khi thua lỗ thường mạnh mẽ hơn cảm giác hân hoan khi có lợi.

• **Định kiến về trạng thái hiện tại:** Con người thường thích duy trì mọi thứ như vốn có.

• **Lầm tưởng về chi phí chìm:** Lý luận rằng cần tiếp tục chấp nhận rủi ro để thu hồi khoản lỗ trong quá khứ.

• **Hội chứng não đóng băng:** Niềm tin rằng tất cả những gì đã xảy ra là tồi tệ nhất.

• **Xu hướng rủi ro bằng không:** Ưu tiên loại bỏ hoàn toàn các rủi ro cụ thể, ngay cả khi có lựa chọn thay thế giúp giảm rủi ro tổng thể lớn hơn.

• **Hiệu ứng ngược vị thế:** Xu hướng hành vi bán cổ phiếu được đánh giá cao và giữ cổ phiếu đã bị giảm giá.

• **Giảm giá trị theo đường cong Hyperbol:** Khuynh hướng mọi người thích được nhận phần thưởng ở hiện tại hơn dù giá trị hiện tại của nó thấp hơn nhiều so với giá trị trong tương lai.

Giải quyết bằng một quy trình đơn giản

Hãy dành chút thời gian để xem lại những gì chúng ta biết trước khi quyết định nên làm gì với toàn bộ thông tin tuyệt vời này. Chúng ta biết rằng tranh luận về đầu tư chủ động với bị động đã lỗi thời và thay vào đó nên tập trung vào tính hiệu quả so với tính không hiệu quả trong đầu tư. Chúng ta cũng biết những thứ hiệu quả là các chiến lược được đa dạng hoá, phí thấp, doanh thu thấp và các lý giải về xu hướng hành vi. Chúng ta hiểu rõ hơn rằng khái niệm truyền thống về rủi ro không phải là mối nguy hiểm duy nhất mà chúng ta phải đối mặt, và rằng hành vi của chúng ta gây ra ít nhất một mối đe doạ cũng lớn như các rủi ro kinh doanh hoặc thị trường. Cụ thể, chúng ta phải tạo ra một quy trình chống lại cảm xúc, cái tôi, thông tin xấu, sự chú ý sai lệch và xu hướng tự nhiên của con người là ghét bị mất mát. Không đơn giản, nhưng qua những hiểu biết về Dòng sông Jordan, chúng ta biết rằng những vấn đề phức tạp có thể giải quyết bằng biện pháp đơn giản, nhẹ nhàng.

Một cách để chống lại ảnh hưởng xấu của rủi ro hành vi là tạo ra các can thiệp cá nhân nhằm vào năm khía cạnh của nó. Ví dụ, chúng ta có thể chống lại rủi ro cái tôi bằng cách rà soát một bản kiểm điểm cá nhân sâu rộng về những thành công và thất bại của bản thân, cố gắng hiểu rõ hơn về điểm mạnh và điểm yếu của chúng ta. Tương tự,

chúng ta có thể kiểm soát rủi ro cảm xúc bằng cách đảm bảo tập thể dục thích hợp và không tiêu thụ quá nhiều cafein, cả hai đều giúp điều chỉnh cảm xúc. Những nỗ lực linh hoạt như vậy rất đáng khen ngợi và cấp thiết với ý nghĩa thông thường, nhưng vẫn chưa đủ. Xu hướng đánh giá cao khả năng kiềm chế cho chúng ta niềm tin rằng chúng ta có thể mạnh mẽ khi đối mặt với sợ hãi, nhưng kinh nghiệm và nghiên cứu cho thấy ý chí và sự cống hiến cá nhân hầu như không bao giờ là đủ.

Một cách đáng tin cậy hơn rất nhiều để chống lại rủi ro hành vi là thiết lập một quá trình đơn giản, đối phó với từng yếu tố trong năm khía cạnh của rủi ro hành vi và luôn luôn thực hiện theo đúng quy trình đó.

Chúng ta có thể giảm nhẹ vô số bẫy hành vi thông qua quá trình nhẹ nhàng, đơn giản có tên là RBI. Quá trình này có thể được ghi nhớ dễ dàng bằng 4C như sau:

1. Consistency: Tính nhất quán giúp chúng ta thoát khỏi rủi ro cái tôi, cảm xúc và nỗi chán ghét sự mất mát, đồng thời nỗ lực tập trung vào việc thực hiện một cách thống nhất.

2. Clarity: Tính rõ ràng ưu tiên các yếu tố dựa trên bằng chứng và không sa lầy vào các mối lo lắng về những điều đáng sợ hoặc thú vị nhưng vô dụng.

3. Courageousness: Lòng dũng cảm giúp chúng ta tự động hoá quá trình đi ngược với mọi người: làm những gì mà lý trí cho là tốt nhất nhưng tình cảm lại phản đối.

4. Conviction: Niềm tin giúp chúng ta vượt qua giới hạn giữa sự hân hoan và sợ hãi bằng cách tạo ra danh mục đầu tư đủ đa dạng để yên tâm và tập trung đạt được hiệu quả tốt hơn trong thời gian dài.

Để hiểu biết rõ hơn về cách RBI quản lý rủi ro hành vi, chúng ta hãy khám phá từng chữ C một cách chi tiết hơn.

Nguyên tắc 4C trong đầu tư hành vi dựa trên quy tắc

Nguyên tắc 4C trong đầu tư hành vi dựa trên quy tắc - có thể giúp chúng ta gạt bỏ rủi ro hành vi như sau:

1. Consistency: Tính nhất quán.

2. Clarity: Tính rõ ràng.

3. Courageousness: Lòng dũng cảm.

4. Conviction: Niềm tin.

Chúng ta hãy cùng nghiên cứu chúng chi tiết hơn.

1. Tính nhất quán

"Tính nhất quán không có chỗ cho trí tưởng tượng dung thân."

- Oscar Wilde

Cảnh báo: Tôi sắp cung cấp cho bạn một số tin tức sẽ rất khó chấp nhận. Bạn đã sẵn sàng chưa? Và nó đây - Một công thức đơn giản sẽ có ích hơn chính bản thân bạn khi lựa chọn đầu tư. Bạn nói gì, bạn đã từng học tại một trong số các cơ sở của Ivy League[115] à? Nhắc lại: Một công thức đơn giản sẽ có ích hơn chính bản thân bạn khi lựa chọn đầu tư. À, bạn có chứng chỉ CFA [116] sao? Vẫn câu nói đó: Một công thức đơn giản sẽ có ích hơn chính bản thân bạn khi lựa chọn đầu tư.

[115] Ivy League thường được dùng để chỉ nhóm tám trường đại học và viện đại học có hệ thống, triết lý giáo dục và chất lượng đào tạo lâu đời và hàng đầu của nước Mỹ. Toàn bộ tám trường của Ivy League đều nằm ở nhóm đầu của danh sách xếp hạng các trường và viện đại học do U.S. News & World Report công bố cũng như có nguồn tài chính đóng góp vào

loại hàng đầu thế giới (cả tám cơ sở đều là tư nhân).

[116] Chartered Financial Analyst là một chứng chỉ dành riêng cho các nhà phân tích tài chính chuyên nghiệp trong các lĩnh vực: chứng khoán, đầu tư, quản lý rủi ro, ngân hàng và tài chính.

Là con người, chúng ta ghét phải nghe thấy rằng tài năng của chúng ta có thể nhờ vay mượn - thở hổn hển bực bội - hoặc chúng ta có thể đạt kết quả tốt nhất nhờ một cái máy! Suy cho cùng thì ai lại không cổ vũ cho đại kiện tướng cờ vua Kasparov khi đấu với máy tính chơi cờ Deep Blue hay cho võ sĩ Rocky trong trận so găng với Ivan Drago - võ sĩ được đào tạo bài bản và sử dụng các thiết bị hỗ trợ công nghệ cao chứ? Nói rằng một quy trình có thể đánh bại con người đơn giản là không phù hợp với quan niệm lãng mạn của chúng ta về sự cao quý của nhân loại, nhưng đáng tiếc, nó là điều hiển nhiên trong quản lý đầu tư.

Ý tưởng về sự vĩ đại của loài người có thể hiểu được và bắt nguồn từ niềm tin vào sự xuất sắc và ý chí tự do cá nhân. Nhưng bằng chứng từ giới marketing cho thấy thực tế hành vi của chúng ta thay đổi theo ngữ cảnh như thế nào. Martin Lindstrom báo cáo rằng, "khi họ phát nhạc cổ điển trên loa phóng thanh của các tàu điện ngầm ở London, số vụ cướp đã giảm 33%, số vụ tấn công nhân viên giảm 25% và số vụ phá hoại các đoàn tàu và trạm giảm 37%."[117]

[117] Lindstrom, Buyology, p. 158.

Ông tiếp tục kết luận rằng môi trường còn có thể tác động đến quyết định chọn mua một chai Chardonnay của Pháp hay Riesling của đức. Lindstrom cho biết: "Trong vòng hai tuần, hai nhà nghiên cứu tại trường Đại học Leicester đã cho phát hoặc tiếng đàn phong cầm rộn ràng của âm nhạc Pháp; hoặc tiếng khèn đồng của Đức trên loa tại khu bán rượu vang ở một siêu thị lớn. Trong những ngày phát nhạc Pháp, 77% người tiêu dùng chọn mua rượu Pháp, ngược lại vào những ngày chơi khèn Đức, đa số người tiêu dùng xếp hàng tại quầy rượu Đức." Nếu chỉ một yếu tố đơn giản như âm nhạc có thể ảnh hưởng đến tất cả mọi thứ, từ hành động phá hoại đến mua rượu vang, vậy hãy tưởng tượng hành vi của chúng ta bị bóp méo ra sao do sự oanh tạc của các tin tức và ý kiến tài chính mà chúng ta nhận được trong thời kỳ khủng hoảng tài chính. Từ sâu thẳm trong lòng, một nhà đầu tư có thể biết rằng cô nên tham lam khi người khác đang sợ hãi, nhưng đồng thời cô cũng nhận được những gợi ý mạnh mẽ theo ngữ cảnh dưới hình thức những lời mà các bình luận viên của đài CNBC nói với cô rằng bầu trời đang rơi, chưa nói tới nỗi sợ hãi mỗi khi mở báo cáo kết quả danh mục đầu tư hàng quý của cô.

Nếu không có những ràng buộc mạnh mẽ hình thành từ một quy trình nghiêm ngặt, bạn sẽ nhận thấy các nhà đầu tư dễ dàng đưa ra quyết định mua và bán sai lầm!

Hạn chế của ý thức thông thường

Một lý do tại sao chúng ta không chấp nhận rằng một quá trình có thể vượt trội hơn trực giác của bản thân là vì trong nhiều trường hợp, trực giác của chúng ta rất chính xác, cảm ơn chúng rất nhiều. Bạn đang nấu ăn và muốn lấy món gì đó ra khỏi lò nướng, thì theo trực giác bạn biết rằng cần phải đeo tấm lót chống nóng. Đây là ví dụ về quy trình đơn giản có phản hồi ngay lập tức ("ỐI! $%#@*!") và được thực hiện thường xuyên.

Đầu tư là một trường hợp đặc biệt hay có thể nói chính xác là ngược lại - một quá trình được thực hiện không thường xuyên, phản hồi chậm và bao gồm một loạt các biến số phức tạp. Nhà tâm lý học đoạt giải Nobel Daniel Kahneman đã đưa ra một danh sách gồm năm biến số dẫn tới việc ra quyết định chưa tối ưu và không thể mô tả việc lựa chọn cổ phiếu một cách hoàn hảo hơn. Năm biến số như sau:

1. Vấn đề phức tạp

2. Thông tin không đầy đủ và biến động

3. Mục tiêu cạnh tranh và luôn thay đổi

4. Đòi hỏi nỗ lực cao, được ăn cả ngã về không

5. Phải tương tác với người khác để ra quyết định

Không giống như các quyết định đơn giản mà ý thức thông thường có thể xử lý tốt, đầu tư phù hợp với một quá trình vượt qua khả năng của trực giác bởi số lượng, tính phức tạp và biến động liên tục của các biến số liên quan. Mọi quyết định của chúng ta đều bị ảnh hưởng bởi yếu tố nào đó: quá trình ra quyết định luôn tránh tối đa sự xáo rỗng. Việc ra quyết định dựa trên nguyên tắc chỉ đảm bảo rằng chúng ta tập trung vào đúng yêu cầu chứ không phải là các biến ngoại vi làm sao lãng nhiệm vụ thực sự. Bạn sẽ không cần đến một bản liệt kê những điều cần thiết để lấy món ăn ra khỏi lò nướng, nhưng bạn sẽ hết sức vui mừng nếu phi công máy bay của bạn có một bản và cũng nên kỳ vọng như vậy từ người quản lý tài sản của bạn (cho dù người đó là bạn hay một chuyên gia).

Mặc dù Emerson tin rằng "một sự nhất quán ngu xuẩn là điều đáng sợ của những bộ óc nhỏ bé", rất nhiều vĩ nhân ở mọi tầng lớp xã hội

đã chấp nhận tự do trong khuôn khổ của một phương thức sống. Tổng thống Mỹ, Barack Obama chỉ giới hạn vài kiểu quần áo để đảm bảo rằng ông không phải mất nhiều thời gian lựa chọn và tâm trí được tự do tập trung vào những vấn đề quản lý quan trọng hơn. Nick Saban, được coi là huấn luyện viên tài ba nhất mọi thời đại của làng bóng đá đại học, luôn ăn cùng một món vào bữa sáng (hai chiếc bánh kem bột yến mạch hiệu Little Debbie!) và bữa trưa (salad) mỗi ngày, để giảm thiểu sự phân tâm và tập trung hoàn toàn vào huấn luyện. Cả hai người đều hiểu rõ ràng hoặc ngầm hiểu bài học mà nghiên cứu về "mệt mỏi vì quyết định" dạy cho chúng ta - hoặc kiềm chế hoặc tiêu hao hết năng lượng để đưa ra một quyết định tương ứng với việc chúng ta được giải phóng hay không còn sức lực cho quyết định tiếp theo.

Một người cha dành khoảng một giờ tại cửa hàng tạp hóa cảm thấy đau lòng với mức giá trên mỗi ounce có thể sẽ khiến mình kiệt sức chỉ vì một ý tưởng mua sắm bốc đồng trong khi xếp hàng chờ thanh toán. Một người thực hiện chế độ ăn kiêng có thể đầu hàng một bữa ăn xả ga sau một tuần hành xác. Khả năng tập trung và kiềm chế của chúng ta rất có hạn, sự tiết kiệm hôm nay sẽ gieo hạt giống dư thừa cho ngày mai, trừ khi chúng ta tự động hóa một quá trình mà nhờ nó chúng ta có thể đưa ra mọi quyết định.

Những ứng dụng trong đầu tư là hết sức rõ ràng. Thật khó giữ vững quan điểm khi đối mặt với niềm hưng phấn của thị trường hay cơ hội tuyệt vời để mua được món hời trong cơn hoảng loạn. Việc ra quyết định hay phải thay đổi quyết định khổ sở tới mức có thể hạ gục những nhà đầu tư vững vàng nhất, trừ phi họ tuân thủ theo quy tắc một cách nghiêm ngặt. Jim Simons đã nói về quá trình này như sau, "... Nếu bạn định sử dụng các mô hình trong kinh doanh thì nên sử dụng chúng một cách mù quáng. Hãy làm bất cứ điều gì mà chúng yêu cầu cho dù bạn nghĩ chúng thông minh hay ngu ngốc thế nào."

Hãy là bác sĩ, tự chữa trị cho chính mình

Tôi đã nói về trường hợp phải biết kiềm chế khi đưa ra các quyết định dựa trên nguyên tắc, nhưng có lẽ bạn vẫn muốn tin vào rằng sự khéo léo của con người sẽ thành công hơn so với tự động hóa (thật khó để đổ lỗi cho bạn!). Nếu vậy, tôi hy vọng rằng nghiên cứu sau đây sẽ đủ hấp dẫn để thay đổi ý kiến của bạn.

Joel Greenblatt là một nhà quản lý quỹ đầu tư mạo hiểm hàng tỷ USD và là tác giả của một số bài viết phổ biến rộng rãi nhất về đầu tư giá trị. Cuốn sách nổi tiếng nhất của Greenblatt, The Little Book That Still Beats the Market, đã đưa ra khái niệm mà ông gọi là "Công

thức Ma thuật" - một hệ thống kết hợp các đánh giá về giá trị và lợi nhuận trên vốn để tạo ra danh mục đầu tư. Lợi dụng sự phổ biến (và kết quả ấn tượng) của Công thức Ma thuật, Greenblatt đưa ra hai lựa chọn cho nhà đầu tư: họ có thể đầu tư vào công ty của ông thông qua một tài khoản được quản lý hoặc tùy ý quyết định bằng cách loại bỏ các cổ phiếu được Công thức Ma thuật đưa vào danh mục mà họ thấy không hấp dẫn. Lựa chọn tài khoản quản lý tức là họ sẽ tuân theo phương pháp Công thức Ma thuật một cách chính xác, nghĩa là nó sẽ mua cổ phiếu đạt điểm kết hợp giữa giá trị và lợi nhuận cao nhất. Nếu chấp nhận lựa chọn còn lại, nhà đầu tư được phép phán đoán, sàng lọc các cổ phiếu mà họ cho rằng sẽ là đầu tư không tốt, và thực hiện nghiên cứu cơ bản tiếp theo.

Trong suốt hai năm nghiên cứu của Greenblatt, các tài khoản Công thức Ma thuật tự động có lợi nhuận 84,1%, vượt đáng kể so với chỉ số (S&P 500) 62,7% trong cùng khoảng thời gian. Ngược lại, các tài khoản tùy ý lại có hiệu suất rất kém, chỉ đạt lợi nhuận 59,4%. Khi được toàn quyền quyết định, các nhà đầu tư đã loại bỏ các cổ phiếu có kết quả tốt nhất một cách có hệ thống và dứt khoát, có thể do chúng có vẻ đáng sợ tại thời điểm mua. Trong nỗ lực để vượt trội hơn một mô hình hiệu quả, sự cố gắng của con người đã dẫn đến hậu quả còn tồi tệ hơn chẳng làm gì cả!

Các nhà đầu tư cá nhân không phải là người duy nhất bỏ qua các khuôn khổ dựa trên nguyên tắc để gây thiệt hại cho chính họ; khuynh hướng rất con người này còn ảnh hưởng đến một số ngôi sao giỏi nhất và sáng nhất của phố Wall. Tạp chí *Wall Street Journal* số ra ngày 16 tháng 9 năm 2004 đã viết bài về Value Line, một công ty nghiên cứu nổi tiếng, có lịch sử vô địch khi luôn lựa chọn được các cổ phiếu giá trị trong các nghiên cứu của họ. Value Line cũng có một quỹ tương hỗ mà người ta cho là được hưởng lợi từ các nghiên cứu của tổ chức nổi tiếng này.

Trong một kỳ kiểm toán 5 năm, quỹ tương hỗ của Value Line có tích lũy âm 19%, trong khi các nhà đầu tư theo lời khuyên từ các báo cáo nghiên cứu của tổ chức này đạt được kết quả ấn tượng 76%! Tại sao lại có kết quả trái ngược như vậy? Phải chăng là do các nhà quản lý quỹ Value Line đã không dựa vào nghiên cứu của công ty để đưa ra quyết định, có lẽ bản thân họ là rõ nhất. Nhà đầu tư hành vi James Montier đã phát biểu đầy ẩn ý, "Hầu hết chúng ta đều nghĩ rằng có thể thêm một cái gì đó vào mô hình định lượng output, sự thật là gần như tất cả các mô hình định lượng thường đưa ra một mức trần trong hiệu suất (từ đó chúng ta sẽ giảm đi) hơn là một mức sàn (mà chúng ta có thể thêm vào)."[118]

Một nghiên cứu thực hiện vào năm 1968 của Lewis Goldberg đã phân tích hiệu quả của cách tiếp cận dựa trên mô hình đánh giá bệnh tâm thần so với sự đánh giá lâm sàng của các bác sỹ được đào tạo. Mô hình đơn giản này không chỉ đánh bại các chuyên gia tâm lý học trong cuộc đối đầu trực diện, mà còn hơn hẳn các nhà tâm lý học được tiếp cận với mô hình.[119]

[118] J. Montier, 'Painting by numbers: an ode to quant', DrKW Macro Research (August 2, 2006), p. 3.

[119] Gray and Carlisle, Quantitative Value, p. 27.

Các mô hình cũng đã được chứng minh là chính xác hơn đánh giá của con người trong việc dự đoán các quyết định của Toà án Tối cao,[120] bầu cử Tổng thống (Nate Silver), sở thích về phim ảnh,[121] vụ tái phạm tội, chất lượng rượu vang, hôn nhân mãn nguyện và thành công quân sự,… là một vài ví dụ trong số 45 lĩnh vực mà chúng tỏ ra có ưu thế hơn.[122] Một phương pháp phân tích tổng hợp được thực hiện bởi William Grove, David Zald, Boyd

[120] Ibid.

[121] M.J. Mauboussin, Think Twice: Harnessing the Power of Counterintuition (Harvard Business Review Press, 2012), p. 44.

[122] Carlson, Common Sense, p. 93.

Lebow, Beth Snitz và Chad Nelson phát hiện ra rằng các mô hình ngang bằng hoặc đánh bại các chuyên gia trong việc ra quyết định tới 94,12% số lần, có nghĩa là chúng chỉ bị đánh bại bởi ý kiến của con người 5,88% số lần.[123]

[123] Gray, Vogel and Foulke, DIY Financial Advisor, p. 23.

Qua thống kê, bậc thầy dự báo Philip Tetlock đã nhấn mạnh những gì các nhà phân tích tổng hợp kết luận: "Khó có thể tìm ra bất cứ lĩnh vực nào mà con người tỏ ra vượt trội so với các thuật toán ngoại suy thô sơ, với những con số thống kê ít phức tạp."[124] Nghiên cứu đã chỉ ra rõ ràng - nếu bạn sử dụng phán đoán của con người thay vì một quá trình để đưa ra quyết định đầu tư, có nghĩa là bạn đang làm việc nhiều hơn mà kết quả lại kém hơn.

[124] Mauboussin, Think Twice, p. 45.

Đôi nét về các mô hình

Không thể phủ nhận rằng các bằng chứng phía trên khiến chúng ta cảm thấy khó chịu, vì nó đánh thẳng vào cốt lõi bản chất con người. Hai phản ứng chung đối với loại bất đồng nhận thức này là: "Liệu chúng ta có thể kết hợp sự phán đoán và các mô hình để có được ưu điểm của cả hai không?" và "Chúng ta cần học hỏi nhiều hơn để cải thiện sự phán đoán của con người!"

Đáng buồn thay, cả hai phương pháp này đều có nhiều thiếu sót. Nếu nhớ lại phần phía trên, bạn sẽ nhận thấy một số trường hợp được trích dẫn đã có sự kết hợp phán đoán với mô hình. Mặc dù phương pháp định lượng (cơ bản + định lượng) có vài ưu điểm trực quan, kết quả thường tốt hơn so với chỉ sử dụng sự phán đoán, nhưng tệ hơn so với áp dụng mô hình. Chiếm phần lớn trong sự kém hiệu quả của con người là chúng ta thường có xu hướng đánh giá cao tầm quan trọng của một biến so với các biến khác. Nassim Taleb đã nói về phương thức kết hợp này như sau:

"Chúng ta luôn mắc sai lầm và không cần phải cố gắng sửa chữa sai lầm của mình. Chúng ta có rất nhiều khiếm khuyết và không phù hợp với môi trường nên không thể xoay xở để tránh những sai sót này. Tôi tin tưởng rằng sau khi trải qua gần như hết những năm trưởng thành và làm việc trong cuộc chiến khốc liệt giữa lý trí và cảm xúc của bản thân, thì thành công duy nhất tôi có được là vượt qua cảm xúc của chính mình hơn là hợp lý hóa chúng. Có lẽ khái niệm tự giải phóng bản thân khỏi bản chất loài người không nằm trong bất kỳ tác phẩm nào; chúng ta cần các bí quyết khôn ngoan, chứ không phải những bài giảng luân lý vĩ đại. Là một người theo chủ nghĩa kinh nghiệm (thực ra là theo chủ nghĩa kinh nghiệm hoài nghi), tôi coi thường những nhà đạo đức học nhất trên đời: Tôi tự hỏi tại sao họ mù quáng tin tưởng vào những phương pháp không hiệu quả. Họ còn đưa ra lời khuyên cho rằng chính bộ máy nhận thức của con người mới có sự kiểm soát có ý nghĩa đối với hành động của chúng ta mà không phải là bộ máy cảm xúc... Khoa học hành vi hiện đại chứng minh điều này hoàn toàn không đúng."[125]

[125] N.N. Taleb, Fooled By Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets (Random House, 2005), p. xlvii.

Ở góc độ giáo dục, cố gắng nâng cao nhận thức của con người thông qua học tập - thoạt nhìn cũng rất hữu ích, bởi xét một cách công bằng thì giáo dục cũng rất quan trọng và có tác dụng ở các khía cạnh khác trong cuộc đời. Sự thật đáng buồn về giáo dục khi liên quan đến việc ra quyết định dưới tình huống ép buộc là nó kém hiệu quả nhất khi cần thiết nhất! Các nghiên cứu chỉ ra rằng con người sẽ mất khoảng 13% khả năng nhận thức khi bị áp lực, nghĩa là ngay cả khi

chúng ta được học rằng trong hoàn cảnh đó sẽ phải làm gì, thì cảm xúc của chúng ta sẽ lấn át các bài học. Một lần nữa, Taleb lại tỏ ra khôn ngoan: "Ngay cả khi chúng ta nhận thức được thành kiến của bản thân thì vẫn buộc phải thừa nhận rằng kiến thức không sánh bằng hành vi. Giải pháp nằm trong việc tạo dựng và áp dụng một quy trình đầu tư, ít nhất là phải thoát khỏi lỗi ra quyết định hành vi."

Để minh chứng thêm cho kết luận trên, Dinkelman, Levinsohn và Majelantle đã chỉ ra 91% nam giới ở Botswana thừa nhận họ biết việc sử dụng bao cao su sẽ giúp ngăn ngừa AIDS/HIV, nhưng chỉ có 70% sử dụng. 92% phụ nữ biết rằng bao cao su có tác dụng nhưng chỉ có 63% sử dụng chúng.[126] Liên tưởng gần hơn với bản thân bạn, bạn ăn quá nhiều, quát mắng con cái hoặc không tập thể dục không phải vì thiếu kiến thức, mà bạn làm như vậy bởi vì lúc đó cảm xúc vượt qua lý trí. Giáo dục dường như không thể thay thế cho các rào cản hành vi. Hãy tưởng tượng bạn sẽ khỏe mạnh thế nào nếu vào ngày 1 tháng 1 hàng năm, bạn đặt ra các quy tắc không thể vi phạm về những gì bạn được phép và không được phép ăn trong suốt thời gian trong năm. Mặc dù đây là một ý tưởng siêu thực trong giới ăn kiêng và tập luyện, thì nó hoàn toàn nằm trong tầm kiểm soát của các nhà đầu tư.

[126] T. Dinkelman, J.A. Levinsohn and R. Majelantle, 'When Knowledge Is Not Enough: HIV/AIDS Information and Risk Behavior in Botswana', NBER Working paper (2006).

Tôi tin tưởng điều Barry Schwartz nói, "... Nếu 'sự ép buộc' đôi khi mang lại một loại giải phóng, trong khi 'tự do' lại tạo một loại cảm giác nô lệ, thì mọi người nên khôn ngoan tìm kiếm một số biện pháp ép buộc thích hợp."[127] Bản ngã thì khuyên chúng ta nên tin tưởng vào năng lực tư duy và quan sát phi thường của bản thân. Cảm xúc lại cho biết điều mà chúng ta cảm giác được vào lúc đó là an toàn hay nguy hiểm nhất. Những chương trình bình luận hàng đầu trên truyền hình luôn tạo ra một cuộc khủng hoảng mới mỗi ngày, lôi kéo chúng ta tập trung vào những điều khủng khiếp nhưng không chắc sẽ xảy ra, trong khi đó nỗi lo sợ mất mát và thay đổi đã khiến chúng ta hoặc tê liệt hoặc hoạt động quá mức. Trong một môi trường đầu tư đầy rẫy rủi ro hành vi, tính nhất quán sẽ tạo ra sự yên tâm.

[127] B. Schwartz, The Paradox of Choice: Why More Is Less (Harper Perennial, 2005), p. 113.

Tóm lại, như Emanuel Derman - nhà sáng tạo mô hình của Goldman Sachs đã nói, "điểm giống nhau giữa vật lý và tài chính nằm ở cú pháp của chúng hơn là ngữ nghĩa. Trong vật lý, bạn ở trong cuộc chơi chống lại Chúa Trời, và Ngài thường không thay đổi luật chơi

của mình. Trong tài chính, bạn ở trong cuộc chơi với các sinh vật Chúa Trời tạo ra, là các đại lý đánh giá tài sản dựa trên những ý kiến phù phiếm của họ."[128]

[128] *Derman, Models Beharing Badly, p.140*

Điều tôi đang cố nói ở đây là bạn liên tục đặt cược vào sự không nhất quán. Những gì tôi yêu cầu bạn làm là đặt cược một cách không ngừng vào những thất bại của lý trí con người, mà thực sự là cược đúng. Quả thật rất đau đớn khi phải thừa nhận rằng giáo dục, trí tuệ và ý chí không đủ để biến bạn trở thành một nhà đầu tư xuất sắc như mong muốn, nhưng nó lại không đau đớn như bị mất tiền.

Thực hành

Suy nghĩ: "Những quy trình có thể đánh bại được con người."

Đặt câu hỏi: "Nếu tôi có thể tự động hóa một số chuyện (ví dụ, ăn gì, mặc gì), làm thế nào để cải thiện các thành tích của tôi ở các lĩnh vực khác?"

Hành động: Lập ra các thông số có hệ thống để mua, bán, nắm giữ và tái đầu tư các quỹ và làm theo chúng một cách chính xác.

2. Tính rõ ràng

"Đơn giản là sự tinh tế tối thượng."

- Leonardo Da Vinci

Nassim Nicholas Taleb đã liên tưởng một cách hài hước đến câu chuyện nói về cách chúng ta suy nghĩ về sự đổi mới và cách các nỗ lực sáng tạo của chúng ta bị cản trở bởi xu hướng phức tạp quá mức của con người. Taleb đã chỉ ra, bánh xe được sáng tạo cách đây hơn 6.000 năm, nhưng đến tận năm 1970 con người mới phát minh ra bánh xe va-li. Trên thực tế, con người thậm chí còn tạo ra máy bay không người lái (ngày 5 tháng 5 năm 1961) trước khi phát minh ra bánh xe cho va-li nữa!

Trong rất nhiều năm, du khách khốn khổ phải kéo những chiếc túi hành lý nặng nề qua sân bay, làm ảnh hưởng không ít tới cơ thể và thời gian khởi hành. Sự hỗ trợ ban đầu xuất hiện dưới hình thức một bộ khung có bánh xe mà túi hành lý được cột vào đó; tuy có cải tiến nhưng vẫn rất rườm rà. Chỉ vài thập kỷ gần đây, bánh xe mới được thiết kế đặt ngay trên thân va-li, một ý tưởng rất trực quan mà chúng ta phải mất 6.000 năm mới làm được.

Taleb nói về khái niệm này như sau: “Cả chính phủ và trường đại học hầu như chẳng làm gì để đổi mới và khám phá, chính xác là vì, ngoài chủ nghĩa duy lý mù quáng của mình, họ chỉ tìm kiếm những điều phức tạp, khủng khiếp, đáng tin cậy, được nghe kể lại, những thứ mang tính khoa học và vĩ đại, chứ không phải thứ cỏn con như bánh xe va-li.”129 Có thể bạn đã từng chứng kiến một phát minh hoặc ý tưởng và nghĩ, “Tại sao mình không nghĩ ra nhỉ?!” Có lẽ lý do liên quan rất nhiều đến việc phải hết sức cố gắng.

Đường tới địa ngục

Có rất nhiều lý do - một số bất chính, một số không - lý giải tại sao Phố Wall luôn có xu hướng phức tạp hóa quá trình lập kế hoạch tài chính và đầu tư. “Tính sùng bái sự phức tạp của phố Wall”, như cách gọi của Tiến sĩ Brian Portnoy, là sự kết hợp của việc biện minh cho các khoản phí và cố gắng tạo sự hợp lý cho một hệ thống phức tạp và rơi vào nhầm tưởng rằng sự cuộn xoắn vào nhau chính là sự tinh vi. H.L. Mencken đã châm biếm rằng, “sự thật luôn đau đớn bởi vì nó chủ yếu là khó chịu và buồn nản. Tâm trí con người sẽ tìm kiếm điều gì đó thú vị, hấp dẫn hơn.” Bất kể động cơ là gì, con đường dẫn tới thu nhập thấp chắc chắn đầy phức tạp sẽ giống như con đường dẫn đến địa ngục chắc chắn được lát bằng những ý định tốt. Gạt động cơ sang một bên, chính sự phức tạp sẽ giết chết bạn.

129 Taleb, Antifragile, p. 190.

Barry Schwartz, tác giả của cuốn *The Paradox of Choice*, đã nghiên cứu mức độ phức tạp ngày càng tăng ảnh hưởng đến khả năng ra quyết định đúng của chúng ta và khám phá ra ba điểm chung nhất.[130] Schwartz nhận thấy rằng khi phải đối mặt với những quyết định phức tạp, chúng ta dành nhiều thời gian và công sức hơn, gây ra nhiều sai lầm hơn và hậu quả trầm trọng hơn. Kết hợp những phát hiện này với thực tế rằng ngày nay số quỹ tương hỗ tăng gấp 45 lần so với cách đây 50 năm và bạn cảm thấy rằng hầu hết các nhà đầu tư đang phải đối mặt với khó khăn gấp bội khi cố gắng xác định lựa chọn đầu tư nào tốt nhất.[131]

130 Schwartz, The Paradox of Choice, p. 75.

131 Antonacci, Dual Momentum, p. 34.

Sẽ rất khó để chấp nhận lời kêu gọi đơn giản hóa quản lý đầu tư trong một thế giới mà sự phức tạp mang lại cho chúng ta nhiều điều tốt đẹp. Một phần ba số bạn của con trai hai tuổi của tôi sẽ sống được trên 100 tuổi và tuổi thọ này có được là nhờ những tiến bộ

phức tạp trong y học và công nghệ. Gần đây IBM đã tiết lộ rằng mỗi ngày chúng ta tạo ra trên 2.5x1030 byte dữ liệu. Để dễ hình dung, thì chỉ trong vòng ba ngày chúng ta tạo ra nội dung còn nhiều hơn đã làm trong suốt hai thiên niên kỷ từ năm 0 đến năm 2000! Đúng vậy, mặc dù một số nội dung đó là video về lũ mèo, nhưng dữ liệu phong phú này cũng bao gồm các thông tin về cơ hội học tập cho những người chưa được tiếp cận và khiến các chính phủ cùng các tổ chức có trách nhiệm hơn. Không cần nghi ngờ, hiệu quả ròng của tính phức tạp ngày càng tăng trong công nghệ và y học đã có tác động tích cực và sâu sắc đến nhân loại.

Nếu sự phức tạp có tác dụng ở các khía cạnh khác, thì có vẻ rất hợp lý khi cho rằng nó cũng có ích với các nhà đầu tư. Suy cho cùng thì sự minh bạch và kiến thức sâu rộng hầu như đều có giá trị ở các lĩnh vực khác trong cuộc sống. Một lần nữa, Thế giới điên rồ ở phố Wall lại chứng minh là ngoại lệ đối với quy tắc này. Jason Zweig đã nhận xét mức độ dư thừa thông tin này đã chia tách đầu tư khỏi bản chất thực sự của nó: một phần quyền sở hữu của doanh nghiệp. Zweig nói:

“Bằng cách liên tục đổ dữ liệu về cổ phiếu vào các quán bar, tiệm hớt tóc, nhà bếp, quán cà phê, taxi và điểm dừng xe tải, các trang web và chương trình truyền hình tài chính, thị trường chứng khoán đã biến thành một trò chơi điện tử quốc gia không ngừng nghỉ. Công chúng cảm thấy hiểu biết về thị trường hơn bao giờ hết. Thật không may, trong khi người ta đắm chìm trong dữ liệu, thì chẳng có chút kiến thức hữu ích nào trong đó. Cổ phiếu bị tách hoàn toàn khỏi các công ty phát hành chúng - chỉ thuần túy là các đốm sáng di chuyển trên màn hình TV hoặc máy tính. Một khi đốm sáng di chuyển lên trên thì chẳng còn gì quan trọng nữa.”[132]

[132] Graham and Zweig, The Intelligent Investor, pp. 39-40.

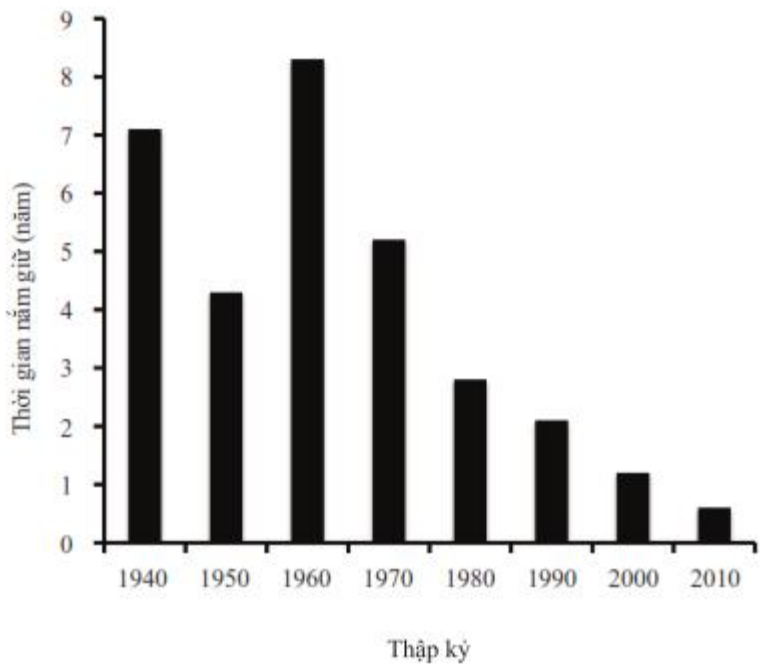
Thông tin quá mức dư thừa, được tung ra cho công chúng đầu tư không được đào tạo kỹ lưỡng xem xét, nó tác động mạnh mẽ lên cảm xúc hơn là thực sự soi sáng tâm trí họ.

Mỗi tiến bộ trong công nghệ lại mang đến cho nó một loạt những hậu quả không mong muốn, một số chúng phá vỡ chính những lý do hàng đầu khiến công nghệ tồn tại. Chẳng hạn, vũ khí tiên tiến giúp bảo vệ cảnh sát và lính của chúng ta, song cũng được sử dụng để giết chết học sinh. Những chiếc máy bay giúp chúng ta thăm hỏi họ hàng trong những ngày lễ cũng đưa chúng ta rời xa gia đình trong các chuyến đi công tác thường xuyên. Tương tự, tiến bộ trong công nghệ tài chính đã giúp các nhà đầu tư có thêm nhiều kiến thức hơn và

giảm lệ phí, nhưng cũng dẫn đến chủ nghĩa ngắn hạn tràn lan và tư tưởng Tự làm mà không tính đến các sai lầm về mặt tâm lý của chúng ta.

Biểu đồ 4 cho thấy khoảng thời gian nắm giữ tài sản cứ 10 năm lại giảm một nửa trong vòng sáu thập kỷ qua. Khi giao dịch trở nên dễ dàng và ít tốn kém hơn, thông tin tài chính ngày càng phong phú, thì thời gian nắm giữ cũng giảm đáng kể. Điều này sẽ không phải là vấn đề lớn cho đến khi bạn nhận ra rằng thời gian nắm giữ có mối quan hệ lịch sử trực tiếp với lợi tức, và những người kiễn nhẫn hơn thì sẽ có thu nhập lớn hơn.

Nate Silver đã nói về tư tưởng này, “Chúng ta phải đối mặt với nguy hiểm bất cứ khi nào thông tin phát triển vượt xa sự hiểu biết của chúng ta về cách xử lý nó. 40 năm qua trong lịch sử nhân loại cho thấy có thể vẫn mất một thời gian dài để biến thông tin thành kiến thức hữu ích, và nếu không cẩn thận, chúng ta sẽ thụt lùi trong thời gian chờ đợi.” Sự tiến bộ nên là bạn của con người, nhưng phải đảm bảo rằng công nghệ không vượt quá tâm lý học của chúng ta.



Biểu đồ 4 - Thời gian nắm giữ cổ phiếu qua các thập kỷ

Khi mà có ít tốt hơn có nhiều

Một hậu quả khác của quá tải thông tin tài chính là nó dẫn đến việc tạo ra các mối tương quan giả giữa các biến. Theo báo cáo của Nate Silver thì chính phủ đưa ra dữ liệu dựa trên 45.000 biến kinh tế mỗi năm! Kết hợp thực tế này với sự thật là có rất ít sự kiện kinh tế kịch tính (ví dụ như có 11 cuộc suy thoái kinh tế Mỹ xảy ra kể từ khi Chiến tranh thế giới II kết thúc) và bạn sẽ nhận được kết quả giống Silver hình dung như kiểu đưa dữ liệu vào máy xay sinh tố và yêu cầu ra được các món ăn cao cấp.[133]

[133] *Silver, The Signal and the Noise, p. 185.*

Trong thế giới thông tin khổng lồ, chúng ta đều khó có thể tìm ra câu trả lời cho một rừng câu hỏi "Đây có phải là doanh nghiệp tốt?" khi nhìn vào đám dữ liệu khó hiểu. Bất kể các giáo sư và chuyên gia đánh giá kinh tế kỳ vọng vào điều gì trong tương lai, vẫn luôn có mối tương quan mơ hồ với lợi nhuận của cổ phiếu nhưng lại không thỏa mãn được câu hỏi đáng ghét "Liệu có vấn đề gì khi quyết định xem có nên sở hữu một phần doanh nghiệp không?"

Nghiên cứu "Linda the Bank Teller" của Daniel Kahneman và Amos Tversky đã đưa ra một ví dụ rất dễ hiểu chứng minh cho trường hợp có nhiều thông tin không phải lúc nào cũng tốt. Hai nhà nghiên cứu đã thực hiện điều đó qua thực nghiệm - các dấu hiệu cảm tính có thể áp đảo xác suất. Đây là khuynh hướng mà chúng ta gọi là "nghịch lý tỷ suất cơ sở." Hai người đã đưa ra tình huống:

Linda 31 tuổi, độc thân, thẳng thắn và rất vui tươi. Cô học chuyên ngành triết học. Khi còn là sinh viên, cô đã rất quan tâm đến các vấn đề phân biệt đối xử và công bằng xã hội, và cũng từng tham gia vào các cuộc biểu tình chống hạt nhân.

Trong hai trường hợp sau, cái nào khả dĩ hơn?

(1) Linda là nhân viên thu ngân ở ngân hàng.

(2) Linda là nhân viên thu ngân ở ngân hàng và hoạt động tích cực trong phong trào nữ quyền.

Nếu xem xét câu hỏi một cách hợp lý và có tính xác suất, bạn sẽ hiểu rằng số lượng các nhân viên thu ngân của ngân hàng đấu tranh cho nữ quyền là một bộ phận rất nhỏ trong số đông nhân viên ngân hàng. Nhưng phần lớn mọi người đều trả lời (2) khả dĩ hơn, trở thành nạn nhân của định kiến của bản thân. Tâm trí chúng ta có các định kiến về đặc điểm của người hoạt động cho phong trào nữ quyền và Linda phù hợp với nhiều đặc điểm đó.

Giống như tình huống nhiều thông tin về Linda khiến khả năng đánh giá điều thực sự quan trọng của chúng ta bị giảm đi, hiện nay chúng ta cũng phải đối mặt với quá nhiều kênh tư vấn đầu tư như marketing hay giật tít với nền tảng kiến thức mỏng manh. Một phần của bất kỳ phương thức hợp lý nào nhằm đảm bảo lựa chọn an toàn là phải xác định được yếu tố nào là quan trọng nhất và tập trung vào biến đó để loại trừ sự hỗn tạp xung quanh. Nếu mọi thứ đều quan trọng thì chẳng có thứ gì quan trọng cả.

Andrew Haldane, Giám đốc Điều hành về Ổn định Tài chính tại Ngân hàng Anh, đã đưa ra một luận cứ mang tính học thuyết đầy thuyết phục về sự đơn giản trong bài phát biểu của ông, “Con chó và chiếc đĩa nhựa Frisbee”. Haldane bắt đầu luận cứ bằng ví dụ về hành động bắt một chiếc đĩa nhựa Frisbee, một quá trình “yêu cầu người đón bắt phải cân nhắc một loạt các yếu tố vật lý và khí quyển, trong đó có tốc độ gió và vòng xoay của đĩa Frisbee.” Câu hỏi của ông: làm thế nào mà hầu hết mọi người, thậm chí ngay cả lũ chó cũng có thể thực hiện một cách đáng ngưỡng mộ quá trình phức tạp này? Câu trả lời nằm ở chỗ áp dụng một quy tắc đơn giản - chạy với tốc độ khiến đĩa luôn di chuyển trong tầm mắt. Haldane lập luận rằng một vấn đề càng phức tạp, thì một giải pháp càng đơn giản sẽ giúp tránh được lỗi mà các nhà thống kê gọi là “overfitting” - quá tập trung vào việc đoán đúng tất cả các dữ liệu cụ thể dẫn đến không phù hợp với dữ liệu bổ sung hoặc dự đoán các quan sát trong tương lai.

Haldane đưa ra một số ví dụ về overfitting, bắt đầu với các thuật toán cá cược thể thao phức tạp mà có thể kiểm tra kết quả trong quá khứ. Ông thấy rằng các phương pháp tiếp cận phức tạp như vậy bị đánh bại bởi các phương pháp thử đơn giản được công nhận - chỉ cần chọn tên của người chơi hoặc đội chơi mà bạn nghe nói. Ông tiếp tục liên hệ tới lập luận này, “bằng chứng thực nghiệm cũng đúng cho một loạt các hoạt động khác. Trong nhóm bác sĩ chẩn đoán các cơn đau tim, những người sử dụng cây quyết định đơn giản lại đánh bại mô hình phức tạp. Trong số thám tử truy tìm tội phạm hàng loạt, các quy tắc đơn giản xác định vị trí lại chiến thắng các thiết lập hồ sơ tâm lý phức tạp... và những người bán hàng hiểu được hành vi mua hàng lặp đi lặp lại có kết quả tốt hơn sử dụng các mô hình dự đoán phức tạp”. Những vấn đề phức tạp mang lại kết quả nhiễu loạn mà chỉ có thể hiểu nhờ sử dụng một mô hình khung đơn giản, quy mô rộng lớn.

Haldane so sánh các quy tắc quản lý rủi ro đã biết với việc hoạt động trong một môi trường đầy biến động như đầu tư vào thị trường chứng khoán. Ông nói, “Khi đối mặt với rủi ro, cách giải quyết phù hợp với mọi tình huống, là điều chỉnh tinh. Song khi đối mặt với biến

động, lý thuyết đó bị đảo ngược. Thay vào đó, môi trường phức tạp thường yêu cầu quy tắc ra quyết định đơn giản. Bởi lẽ các quy tắc này còn hữu ích hơn là không

biết gì. Với các biến động, hướng xử lý chỉ phù hợp với từng tình huống cụ thể, được gọi là điều chỉnh thô." Nói một cách chính xác là các biến số ảnh hưởng rất đa dạng và phức tạp đến thị trường nên nó đòi hỏi một bộ quy tắc đơn giản để làm chủ. Giống cách một người cố gắng tính toán vận tốc, tốc độ, tốc độ gió và quỹ đạo cản trở sẽ làm rơi đĩa nhựa Frisbee, một nhà đầu tư sa lầy trong từng mảnh thông tin vụn vặt của thị trường sẽ phải chịu đựng cả cơn đau đầu đáng sợ lẫn kết quả yếu kém.

Càng nhiều thông tin = càng nhiều tiền?

Một mối nguy khác của phức tạp là nó thường được kết hợp với tiềm năng mang lại lợi nhuận lớn. Khuynh hướng này là kết quả của quan niệm sai lầm cho rằng các hệ thống phức tạp như thị trường chứng khoán yêu cầu các giải pháp phức tạp tương đương. Tuy nhiên, sự thật lại hoàn toàn ngược lại. Albert Einstein từng nói, "Chúng ta không thể giải quyết vấn đề của mình ở cùng nền tảng suy nghĩ đã tạo ra chúng."

Quả thực thị trường là một hệ thống biến động phức tạp với vô số đầu vào không thể tính hết. Hơn nữa, thị trường cùng các thành phần của nó biến động mau chóng tới mức "không bao giờ tắm hai lần trên một dòng sông." Cố gắng để ý tới các chi tiết vụn vặt của thị trường là công thức cho sự điên rồ, thất vọng và lãng phí thời gian (chưa nói tới các khoản phí).

Sự phức tạp không cần thiết cũng gây ra những rắc rối ngầm như đã được chứng minh trong cuộc khủng hoảng tài chính 2007 - 2009. Các sản phẩm tài chính được thiết kế rồi tái thiết kế thành cái mà Warren Buffett gọi là "vũ khí tài chính hủy diệt hàng loạt". Trong rất nhiều trường hợp, người bán và thậm chí cả người sáng tạo ra các sản phẩm này hầu như không có ý tưởng gì về sản phẩm của mình, chứ đừng nói tới hiểu cách nó có thể tương tác với hệ thống tài chính lớn hơn. Nassim Taleb, đã có bài viết rất thuyết phục về tác động "mong manh" của sự phức tạp không cần thiết, cho biết: "Một hệ thống phức tạp, trái với những gì mọi người tin tưởng, không đòi hỏi các cách thức, quy định và chính sách rắc rối. Càng đơn giản càng tốt. Sự phức tạp dẫn đến nhiều chuỗi tác động không lường trước được... Tuy nhiên, sự đơn giản rất khó thực hiện trong cuộc sống hiện đại bởi lẽ nó trái với suy nghĩ về một thương hiệu nhất định của những người cần biện minh cho nghề nghiệp của họ."

Sự phức tạp gây ra rất nhiều hệ quả, nó cho phép Phố Wall tính phí bạn nhiều hơn và biện minh cho nghề nghiệp của những người mở rộng biên cho phần giá trị bị khấu trừ - không trường hợp nào có lợi cho các nhà đầu tư cuối cùng. Ben Carlson đã nói, "Tính đơn giản chiến thắng sự phức tạp. Lẽ thường sẽ tốt hơn sự kỳ lạ.

Quá trình dài hạn quan trọng hơn kết quả ngắn hạn. Và quan điểm hơn xa so với chiến thuật."[134] Nghịch lý lớn trong đầu tư đó là: phản ứng hợp lý duy nhất đối với tính phức tạp khủng khiếp của thị trường là chúng ta buộc phải thực hiện triệt để và nhất quán những điều quan trọng nhất.

[134] *Carlson, Common Sense, p. xii.*

Phức tạp hóa quản lý đầu tư phản ánh khao khát của con người về sự tinh tế nhưng vô ích và gây nguy hiểm cho các nhà đầu tư.

Thực hành

Suy nghĩ: "Một số thì tốt hơn không có gì, nhưng có một chút thì tốt hơn có rất nhiều."

Đặt câu hỏi: "Ba đến bảy khía cạnh quan trọng của quyết định này là gì?"

Hành động: Bỏ qua tất cả những thông tin nhiễu loạn nằm ngoài ba đến bảy khía cạnh đã đề cập ở trên.

60 giây

Hãy dành một chút thời gian và suy nghĩ về người hoặc những người có ý nghĩa nhất trong cuộc sống của bạn - người bạn đời, con cái, cha mẹ. Trong vòng chưa đến một phút, hãy nói to họ có ý nghĩa gì với bạn và tại sao họ có nhiều ý nghĩa như vậy. Không khó thực hiện, đúng không?

Bây giờ, hãy dành ra 60 giây tương tự và giải thích cho tôi bạn đánh giá thế nào về mong muốn của một đầu tư. Nhiều người trong số các bạn có thể thực hiện điều này rất dễ dàng, nhưng hầu hết chúng ta đều cảm thấy nó phức tạp hơn nhiều so với nói về điều gì có ý nghĩa sâu sắc như một mối quan hệ thân thuộc. Chẳng có phong vũ biểu nào đánh giá mối quan tâm thực sự hay sự thành thạo tốt hơn khả năng giải thích một khái niệm một cách đơn giản. Cho dù chúng ta nói về tình yêu, bóng chày hay chuyển động của các hành tinh, mối quan tâm thực sự và diễn đạt trôi chảy, sâu sắc có thể làm đơn giản hóa các khái niệm trừu tượng.

Nghĩa là, bạn hãy thình lình gọi cho cố vấn tài chính của mình và yêu cầu anh ta hay cô ta mô tả về cách quản lý tiền của bạn trong 60 giây. Nếu họ không thể đưa ra một câu trả lời mạch lạc trong vòng một phút hoặc ít hơn, thì tức là hoặc họ thiếu sự lưu loát hoặc không có phương thức quản lý có hệ thống (dù là hướng nào thì đó cũng là tin xấu). Tệ hơn nữa, nếu họ cung cấp cho bạn một mớ hỗn độn quá phức tạp vô nghĩa hay vượt quá hiểu biết của bạn, thì thực sự đã đến lúc thay người khác. Ben Carlson nói, "Nếu một người càng mất nhiều thời gian giải thích phương thức đầu tư của họ, thì nó càng tồi tệ, nhưng nó càng có vẻ thông minh thì càng khiến công chúng đầu tư tin tưởng."

Nào, trước khi tiếp tục, bạn thực sự nên gọi cho người quan trọng trong cuộc đời mình và cho họ biết tại sao họ tuyệt vời đến thế.

3. Lòng dũng cảm

"Dù có đang sợ hãi đến chết… hãy dũng cảm thực hiện điều đó."

- John Wayne

Cuốn sách hài hước của Jason Zweig The Devil's Financial Dictionary đã châm biếm văn hóa phố Wall cùng thuật ngữ khó hiểu đi kèm. Một số định nghĩa dí dỏm hơn của Zweig bao gồm GIAO DỊCH TRONG NGÀY; Tỏ ra NGU DỐT; và QUỸ TƯƠNG HỖ - một quỹ không bình đẳng: các nhà đầu tư cùng chịu rủi ro như nhau, trong khi các nhà quản lý lại độc quyền thu phí.

Mặc dù Zweig không thêm DŨNG CẢM vào từ điển tài chính của ông, tôi thích nghĩ rằng định nghĩa của ông giống như kiểu, "được nói đến nhiều nhất nhưng lại ít được thực hiện nhất ở phố Wall." Con gái sáu tuổi của tôi cũng biết rằng nên mua cổ phiếu ở giá thấp và bán khi giá cao, tuy nhiên các bằng chứng ở cả nhà đầu tư cá nhân và tổ chức rõ ràng cho thấy họ đang làm ngược lại và khiến thị trường trở nên khủng hoảng. Do đó, một hệ thống giúp điều chỉnh những động lực cơ bản nhất của con người phải hướng chúng ta can đảm theo hai cách cụ thể: chỉ dẫn chúng ta có những cái nhìn khác và buộc chúng ta phải đầu tư gần như mọi lúc.

Mất tiền để trở nên khác biệt

Nguyên nhân đưa ra điều kiện đầu tiên trong hai điều kiện vừa đề cập rất đơn giản: để có kết quả tốt hơn cần suy nghĩ khác biệt. Ben Graham, nhà tiên phong về đầu tư giá trị, nói: "Nhà đầu tư mà chủ yếu chọn cổ phiếu dựa trên kết quả tốt hơn của năm nay, hoặc theo những gì anh ta được bảo là có thể đáng kỳ vọng trong năm tới, chắc

chắn sẽ thấy rằng người khác cũng làm tương tự. Để có cơ hội tiếp tục đạt kết quả tốt hơn mức trung bình, nhà đầu tư phải tuân theo các tiêu chí sau: 1. Ổn định và có triển vọng; 2. Không phổ biến trên Phố Wall."[135] Howard Marks hoàn toàn đồng tình với Graham: "Để đạt được kết quả đầu tư vượt trội, bạn phải có quan điểm khác biệt về giá trị, và chúng phải đúng đắn."[136] Cách duy nhất để đánh bại đám đông là phải khác biệt với họ, và với một xã hội mà nếu đồng lòng và bắt chước nhau sẽ mang lại nhiều lợi ích hơn (ngoại trừ trong lĩnh vực đầu tư) thì điều này thực sự là nói dễ hơn làm. Có một sự thật là trong phần lớn thời gian nhà đầu tư giỏi sẽ bị chế nhạo và cô đơn. Seth Klarman từng nhận xét, "Bạn sẽ không thể trở thành một nhà đầu tư tài ba nếu đắm chìm trong vòng tay của đám đông."[137]

[135] *Graham and Zweig, The Intelligent Investor, p. 31.*

[136] *Marks, The Most Important Thing, p. 7.*

[137] *R. Hargreaves, 'Seth Klarman: Now's Not The Time To Give Up On Value', valuewalk.com (January 26, 2016).*

Một biện pháp đo lường dũng cảm nữa là "cổ phần tích cực", được Cremers và Petajisto đưa ra trong bản báo cáo 'Người quản lý quỹ đầu tư của bạn chủ động ở mức nào? Phương pháp mới dự đoán hiệu quả.'[138] Cổ phần tích cực là một biện pháp trực quan nhưng rất hiệu quả, "thể hiện tỷ lệ cổ phần nắm giữ trong danh mục đầu tư khác với chỉ số chứng khoán tiêu chuẩn." Nhìn chung, người quản lý dũng cảm như thế nào có liên quan đến việc cân nhắc các quan điểm khác nhau và dám chịu trách nhiệm. Khi xem xét 2.650 quỹ đầu tư trong khoảng thời gian 23 năm, hai giáo sư tại Đại học Yale nhận thấy những quỹ can đảm nhất (là các quỹ có tỷ lệ cổ phần tích cực từ 80% trở lên) có kết quả vượt trội hơn từ 2% đến 2,7% mỗi năm - lòng dũng cảm đã được đền đáp!

[138] *M. Cremers and A. Petajisto, 'How Active is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance' (SSRN, March 31, 2009).*

Tôi vẫn nhắc đi nhắc lại trong suốt cuốn sách, việc chúng ta biết cần phải làm gì chẳng liên quan đến việc thực hiện nó, đó là lý do tại sao lòng dũng cảm cần được hỗ trợ bởi các nguyên tắc khác được thảo luận ở đây như tính nhất quán và niềm tin. Tự động hóa quá trình lựa chọn an toàn - nhất quán - giúp giảm khả năng chúng ta bị sợ hãi và làm theo đám đông. Nắm giữ một danh mục đầu tư tập trung - tin tưởng - giúp giảm khả năng cuối cùng chúng ta sẽ lựa chọn danh mục đầu tư theo đúng chỉ số chuẩn.

Đạt kết quả bằng cách chẳng làm gì

Lòng dũng cảm không chỉ giới hạn ở việc đơn giản là có quan điểm khác biệt. Nó còn giúp chúng ta bám chặt và hoàn thành chuyến hành trình dài đằng đẵng đầy gian truân trên con tàu tinh thần luôn biến động dễ dàng hơn.

Tham gia vào và thoát khỏi thị trường đúng thời điểm có sức hấp dẫn không thể phủ nhận. Như Quartz đã viết trong bài báo về thời điểm hoàn hảo của thị trường năm 2013, "Nếu đầu năm nay, một nhà đầu tư bỏ ra 1.000 USD vào tài khoản môi giới của mình và đầu tư vào S&P 500 với kết quả hàng ngày tốt nhất - liên tục - trong suốt 241 ngày giao dịch, cho đến thời điểm này, cô ấy sẽ có 264 tỷ USD trong tài khoản."[139] Chúng ta đều hiểu rằng đưa ra mức độ chính xác là không khả thi, nhưng ngay cả việc sử dụng phương thức vĩ mô hơn để xác định chính xác thời điểm có đợt giảm sâu và sóng lớn cũng chỉ cực kỳ hấp dẫn trên lý thuyết (chưa kể đến việc nó có vẻ rất dễ dàng nếu nghĩ lại sau khi sự việc đã xảy ra), nhưng cực kỳ khó khăn để áp dụng trong thực tế.

[139] D. Yanofsky, 'How you could have turned $1,000 into billions of dollars by perfectly trading the S&P 500 this year' qz.com (December 16, 2013).

Thời điểm thị trường phi hệ thống là mục đích của kẻ ngốc và chúng tôi đã có các nghiên cứu chứng minh điều đó. Nghiên cứu trên 200 bản tin dự báo về thời điểm thị trường đã phát hiện ra rằng chỉ có ¼ trong số chúng là đúng.[140] Một nghiên cứu tương tự của hai giáo sư thuộc Đại học Duke cho thấy nếu nghe theo 10% bản tin dự báo thời điểm chính xác nhất thì bạn có thể kiếm được lợi nhuận hàng năm là 12,6% trong khoảng thời gian từ năm 1991 đến năm 1995. Song nếu một người hoàn toàn bỏ qua các dự báo và chỉ đơn giản đầu tư theo chỉ số thì sẽ đạt được 16,4% lợi nhuận hàng năm trong cùng khoảng thời gian đó. Ngay cả các dự báo thị trường đúng nhất vẫn còn thua kém "nhà đầu tư lười biếng!" Giáo sư H. Negat Seybun nhận thấy rằng 95% lợi ích của thị trường trong khoảng thời gian 30 năm đến từ 90 trong số 7.500 ngày giao dịch được nghiên cứu. Nếu thoát khỏi thị trường khi mới chỉ có hơn 1% trong tổng số ngày giao dịch - có thể là do các nỗ lực của bạn ở thời điểm tham gia vào thị trường có chút sai lầm - bạn sẽ có khoản thu nhập không đáng kể trong khoảng thời gian đó.[141]

[140] *Carlson, Common Sense, p. 66.*

[141] *Malkiel, Random Walk, p. 161.*

Ngay cả khi đã tuân theo một số quy tắc khá hợp lý cũng vẫn không hiệu quả, như minh chứng trong bản báo cáo xuất sắc của blog 538.[142] Báo cáo nói về lợi nhuận từ năm 1980 đến năm 2015, "Hãy tưởng tượng có hai nhà đầu tư đều bỏ 1.000 USD vào chỉ số S&P 500 vào đầu những năm 1980. Người thứ nhất chỉ mua một lần và không bao giờ bán. Người thứ hai thận trọng hơn một chút: Anh ta bán bất cứ khi nào thị trường mất 5% trong một tuần, và mua lại khi nó hồi phục 3% từ bất cứ điểm đáy nào. Đến cuối tuần trước, cổ phần của nhà đầu tư thứ nhất đạt 18.635 USD, trong khi nhà đầu tư thứ hai chỉ đạt 10.613 USD." Vấn đề là dù thị trường sụp đổ một cách thường xuyên - có gần 100 lần điều chỉnh giảm từ 3% trở lên trong một ngày và trong đó có 24 lần giảm hơn 5% trong một ngày - nó vẫn luôn tăng trở lại một cách tương ứng. Blog này đã nói, "... theo sau mỗi một lần giảm luôn là một lần phục hồi. Đôi khi nó đến ngay. Đôi khi phải mất hàng tuần hoặc hàng tháng. Nhưng khi đến, nó sẽ xuất hiện rất nhanh chóng. Nếu bạn chờ đợi đến khi nhìn thấy sự phục hồi một cách rõ ràng, thì bạn đã bỏ lỡ những lợi ích lớn nhất."

[142] B. Casselman, 'Worried About The Stock Market? Whatever You Do, Don't Sell.', FiveThirtyEight.com (August 24, 2015).

Quan điểm đầu tư cũ nói rằng thời gian bạn ở trong thị trường quan trọng hơn thời điểm thị trường và trong trường hợp này có vẻ trí tuệ dân gian đúng đắn hơn. Burton Malkiel chia sẻ rằng thị trường tăng gấp ba lần so với sự sụt giảm của nó, nghĩa là "tỷ lệ thành công bằng tiền chứ không phải bằng cổ phiếu của bạn gấp gần ba lần so với người có quan điểm trái ngược với bạn."[143] Nhà quản lý quỹ tương hỗ kỳ cựu Peter Lynch đã tiến hành một nghiên cứu xem xét trong khoảng thời gian 30 năm từ năm 1965 đến năm 1995 và phát hiện ra thời điểm thị trường có rất ít tác động đến các nhà đầu tư dài hạn. Lynch nhận thấy rằng nếu mỗi năm bạn đầu tư vào ngày thấp nhất của thị trường, lợi nhuận hàng năm của bạn trong thời gian đó sẽ là 11,7% so với 11% của những người đầu tư vào ngày đắt nhất trong năm. Con số không quá ấn tượng, đặc biệt khi xem xét trường hợp một nhà đầu tư thực sự có khả năng đầu tư một cách có hệ thống vào thời điểm tồi tệ nhất (ngày đắt nhất của thị trường) mỗi năm.

[143] Malkiel, Random Walk, p. 186.

Nhưng với tất cả các bằng chứng cho thấy đầu tư chiến thuật rất khó khăn, nhà nghiên cứu tâm lý thị trường cảm thấy rất hoang mang. Ông hiểu rằng thời điểm thị trường không đem lại kết quả như mong muốn, song ông cũng nhận thức được vô số lần trong quá khứ các chỉ số thị trường lớn hoàn toàn tách khỏi các tiêu chuẩn đánh giá giá trị cơ bản. Từ thập niên 20 của thế kỷ 20 và giai đoạn của Năm mươi

cổ phiếu vốn hóa lớn nhất phổ biến trên thị trường chứng khoán New York, đến Bong bóng công nghệ và Cuộc khủng hoảng nhà ở, các giai đoạn điên rồ xuất hiện tương đối thường xuyên, dễ dàng nhận ra với các chỉ số định giá điển hình và có những hiệu ứng phá hoại tài sản đáng kể. Tại thời điểm viết cuốn sách này, chỉ số NASDAQ sụt giảm 15% so với mức cao nhất 16 năm trước, một thực tế khốc liệt đối với cả nhà đầu tư dài hạn nhất.

Do đó, nếu quy tắc là "không tính thời gian trên thị trường", liệu nó đã từng có ngoại lệ hay không? Tôi tin là có và điều đó phù hợp với các lưu ý của chúng ta về lòng dũng cảm, các ngoại lệ này diễn ra không thường xuyên, đau đớn và trái ngược với những gì chúng ta cảm thấy đúng đắn. Rủi ro luôn tồi tệ là bởi nó luôn xuất hiện vào lúc ít ngờ tới nhất.

Tránh thua lỗ thảm khốc

Trong 100 năm qua, khả năng nền kinh tế toàn cầu tạo ra và gia tăng sự giàu có đã làm cả những người bi quan nhất cũng phải hoang mang và dao động. Nhưng sự thịnh vượng nở rộ này luôn đi kèm những lần bốc hơi nặng nề. Thật vậy, Meb Faber đã chỉ ra, "tất cả các nước G-7 đã trải qua ít nhất một khoảng thời gian mà cổ phiếu bị mất tới 75% giá trị. Theo số liệu tính toán đáng buồn thì với mức suy giảm 75% đòi hỏi một nhà đầu tư cần mức tăng trưởng 300% chỉ để trở lại mốc ban đầu."[144] Ông tiếp tục:

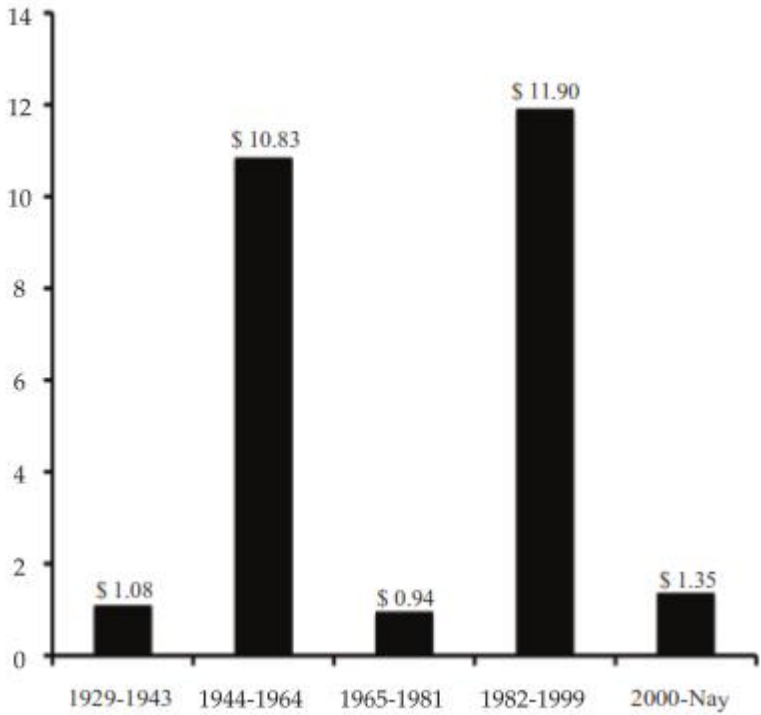
[144] M.T. Faber, 'A Quantitative Approach to Tactical Asset Allocation' (SSRN, February 1, 2013).

"Các cá nhân đầu tư vào chứng khoán Mỹ cuối thập niên 1920 đầu thập niên 1930, các loại tài sản Đức trong thập niên 1910 và 1940, cổ phiếu Nga năm 1927, cổ phiếu Trung Quốc năm 1949, bất động sản ở Mỹ vào giữa thập niên 1950, cổ phiếu Nhật Bản thập niên 1980, các thị trường mới nổi và hàng hóa vào cuối thập niên 1990, và gần như tất cả loại tài sản trong năm 2008, có thể tranh luận rằng giữ những tài sản này là một hành động quyết liệt nhưng thiếu khôn ngoan. Hầu hết các cá nhân không đủ thời gian để phục hồi sau khi thoát khỏi khoản nợ lớn từ những loại tài sản rủi ro."

Mua và giữ tài sản có ý nghĩa đối với hầu hết mọi người trong hầu hết thời gian, nhưng nó không đảm bảo rằng thời gian biểu hoặc ngữ cảnh sẽ đưa ra lời khuyên cụ thể cho bạn. Biểu đồ 5 cho thấy, thị trường chứng khoán, với tính nhất quán nhất định, thường duy trì một mức tăng trưởng không đáng kể trong những khoảng thời gian 15 năm. Nếu bạn mua và giữ tài sản trong những khoảng thời gian

này, thì có vẻ đó không phải là một chiến lược tốt.

Nhiều nhà đầu tư ủng hộ truyền thống mua và nắm giữ sẽ thấy rất khó chịu khi tôi nói rằng trong một số trường hợp tuy là hiếm, họ nên tìm kiếm sự an toàn và có thái độ thận trọng hơn. Nhiều người sẽ lấy ví dụ về trường hợp kiên trì phản đối bất kỳ hình thức nào của thời điểm thị trường của Warren Buffett, người đã từng lặp đi lặp lại rằng thời gian nắm giữ cổ phiếu yêu thích của mình là "vĩnh viễn".



Biểu đồ 5 - Tăng trưởng thực sự của S&P 500 (sau khi điều chỉnh lạm phát) là 1 USD.

Tuy nhiên, lời nói của Buffett là ví dụ điển hình về tình huống "làm như tôi nói, đừng làm như tôi làm". Vào thời điểm viết cuốn sách này là cuối năm 2015, lúc đó Berkshire đang sở hữu lượng tiền mặt lớn nhất (trên 50 tỷ USD) tương đương với các thời kỳ Bong bóng công nghệ, Khủng hoảng kinh tế và Đại suy thoái. Như David Rolfe từng bình luận về Oracle, "anh chàng này sẽ không bỏ tiền ra chỉ để chi tiêu nó. (Anh ta) là người xác định thời điểm thị trường giỏi nhất tôi từng biết."[145]

[145] *J. Felder, 'How To Time The Market Like Warren Buffett: Part 1',*

thefelderreport. com (August 7, 2014).

Nói tới Buffett thì ông còn có một trích dẫn kém mạnh mẽ nhưng thích đáng hơn trong Bức thư của Chủ tịch Berkshire Hathaway năm 1992: "Một đầu tư được cho là rẻ nhất dựa trên phương pháp tính toán chiết khấu dòng tiền thì chính là khoản đầu tư mà nhà đầu tư nên mua... Hơn nữa, dù phương trình giá trị thường cho thấy giá cổ phiếu rẻ hơn trái phiếu, nhưng có một kết quả không thể tránh được: Khi trái phiếu được xác định là khoản đầu tư hấp dẫn hơn thì chúng ta nên mua chúng."

Oracle không phải là một nhà đầu tư "cổ phiếu nào cũng mua, ở bất kỳ thời điểm nào", ừm, nói một cách thẳng thắn đó là một người xác định thời điểm thị trường đầy thận trọng. Buffett đã xác định được bong bóng trên Internet và hôm nay, ông lại làm như vậy, không phải vì thiếu thận trọng mà là thiếu hiểu biết về xác suất. Giá cao kết hợp với đà hụt cùng tâm lý tiêu cực luôn dự báo lợi nhuận thấp. Có thể lần này sẽ khác, nhưng tôi không tin vào điều đó và Buffett cũng vậy.

Tốt hơn là chúng ta nên có biện pháp chống lại các bong bóng được tiên đoán có sức tàn phá thảm khốc và sử dụng một yếu tố của thời điểm thị trường để né tránh chúng, nhưng chính xác chúng ta phải tìm kiếm cái gì?

Có sáu yếu tố tôi thường kiểm tra khi xem xét các bong bóng tài sản, với cảnh báo rằng chúng rất hiếm khi xuất hiện trong các thuật ngữ (đó là lý do tại sao rất ít nhà đầu tư tìm cách phòng bị):

1. **Định giá quá cao:** Giá cổ phiếu vượt quá xa mức trung bình của chúng là thủ phạm chính gây ra các vụ sụp đổ trong lịch sử Mỹ.

2. **Đòn bẩy quá mức:** Cả người mua lẫn doanh nghiệp đều phải chịu những khoản nợ lớn bất thường trong những khoảng thời gian dễ kiếm tiền.

3. **Các tiêu chuẩn cho vay lỏng lẻo:** Thị trường bong bóng khiến chúng ta mất cảnh giác về các rủi ro và các tiêu chuẩn cho vay cũng có khuynh hướng nới lỏng theo.

4. **Tâm lý lạc quan phổ biến:** Tâm lý học tích cực vừa là nguyên nhân vừa là kết quả của sự thịnh vượng và tự nó duy trì mãi mãi.

5. **Độ biến động thấp:** Cho thấy sự thỏa mãn của các nhà đầu tư đã quen với lợi nhuận cao mà không cần nhiều nỗ lực.

6. **Mua nhiều tài sản rủi ro:** Giá cả tăng vọt tự nhiên cũng sẽ làm

tăng tỷ lệ nắm giữ cổ phần, nhưng các nhà đầu tư cũng có xu hướng đánh giá cổ phiếu quá cao sai thời điểm.

Nếu sáu đặc điểm này là dấu hiệu ban đầu của bong bóng, thì sự trầm trọng của chúng cũng là dấu hiệu cho thấy bong bóng đang bắt đầu vỡ. Khi tình cảm, động lực và giá trị bắt đầu tan rã từ các cấp độ lớn lao trước đó, thì có lẽ sẽ khôn ngoan hơn nếu cân nhắc một khả năng phòng thủ.

Hãy xấu xa một chút

Peter Lynch đã từng châm biếm rằng "rất nhiều tiền đã bị mất bởi các nhà đầu tư chuẩn bị cho điều chỉnh hoặc cố gắng dự đoán sự điều chỉnh, hơn là thực sự bị mất đi trong quá trình điều chỉnh."[146] Nhưng như Jesse Felder chỉ ra trong *Báo cáo Felder* của mình, rằng chúng ta cần lưu ý tới hoàn cảnh của Lynch khi đánh giá báo cáo và lời khuyên của ông. Sự nghiệp của Lynch, kéo dài từ năm 1977 đến năm 1990, bao gồm một khoảng thời gian trong đó các cổ phiếu dao động quanh một độ lệch chuẩn dưới mức giá trung bình của chúng (được đo bằng mức vốn hóa thị trường đối với GDP). Bằng cách so sánh, hiện tại chúng ta đang có nhiều hơn hai độ lệch chuẩn trên mức trung bình được xác định bởi cùng một phương pháp.

[146] J. Felder, 'Don't Buy The Buy-And-Hold Line Of BS', thefelderreport.com (August 5, 2014).

Thực tế, tháng huy hoàng nhất trong sự nghiệp của Lynch (tháng 9 năm 1987) được so sánh trực tiếp với tháng kém cỏi nhất trong 15 năm qua (tháng 3 năm 2009). Những giai đoạn định giá thấp như các thị trường mà Lynch đã trải qua dẫn đến lợi nhuận kỳ vọng khả quan và các phương pháp tính toán mua và nắm giữ trở nên rất hấp dẫn. Giống như một người đàn ông cao 1 mét 8 có thể bị chết đuối trong một dòng sông sâu trung bình gần 1 mét, các nhà đầu tư có thể bị cuốn vào thị trường chứng khoán có lợi nhuận trung bình 10% một năm trong suốt một khoảng thời gian dài.

Phương pháp hành vi dựa trên nguyên tắc luôn đòi hỏi yếu tố đầu tiên và quan trọng nhất là khả năng ủng hộ nhà đầu tư, có nghĩa là mặc định hành vi của người tham gia thị trường là tính kiên nhẫn, bình tĩnh và kém hoạt động. Tương tự, bất kỳ quy tắc nào nhằm làm giảm số lượng người tham gia thị trường sẽ dẫn đến những hành động hiếm khi xảy ra và việc tìm kiếm mọi lý do để tiếp tục đầu tư.

Blog *Kinh tế triết học* đề cập đến một sự xuyên tạc thú vị về thời điểm thị trường - cụ thể là cách chúng ta xem xét về nó cũng rất

giống cách chúng ta phân bổ tài sản.[147] Một nhà đầu tư phân bổ 40 cổ phiếu/60 tiền mặt trong dài hạn sẽ không có nhiều hy vọng về lợi nhuận ấn tượng, nên sẽ nghiêng về tính an toàn. Tương tự, bất kỳ hệ thống nào mà gạt các nhà đầu tư ra ngoài lề tới 60% thời gian sẽ ảnh hưởng đáng kể tới kết quả của họ. Tuy nhiên, giống như một nhà đầu tư khôn ngoan sẽ đầu tư một phần nhỏ vào các tài sản rủi ro thấp để bảo vệ vốn và sự tỉnh táo, một nhà đầu tư hành vi có thể tuân theo một quy trình có hệ thống nhằm loại bỏ rủi ro không thường xuyên khi thị trường chuẩn bị rơi vào tình trạng tồi tệ nhất.

Không có gì phải nghi ngờ, sự mù quáng, quá tin vào trực giác, hoạt động quá mức là một tội lỗi, nhưng như nhà kinh tế học quá cố Paul Samuelson từng đồn đại vào cuối những năm 1990, "Thời điểm thị trường là một tội lỗi đầu tư, và một lần nữa tôi khuyên bạn nên tội lỗi một chút."[148]

[147] 'Trend Following In Financial Markets: A Comprehensive Backtest', philosophicaleconomics.com (January 2, 2016).

[148] C.S. Asness, A. Ilmanen and T. Maloney, 'Market Timing Is Back In The Hunt For Investors', institutionalinvestor.com (November 11, 2015).

Thực hành

Suy nghĩ: "Điều tốt nhất để làm là thường xuyên, nhưng không phải luôn luôn, không làm gì cả."

Đặt câu hỏi: "Liệu nỗi sợ hãi của tôi (tham lam) là phù hợp với hay trái ngược với đám đông?"

Hành động: Dần dần trở nên phòng thủ hơn khi các cổ phiếu có từ hai đến ba độ lệch chuẩn chẳng liên quan gì đến giá trị lâu dài của chúng.

4. Niềm tin

"Đa dạng hóa rộng rãi chỉ được yêu cầu khi các nhà đầu tư không hiểu họ đang làm gì."

- Warren Buffett

Đặc điểm thứ tư và cũng là đặc điểm cuối cùng của danh mục RBI là nó phải có đủ niềm tin. Khi đề cập đến từ "convict" (nghĩa là phạm nhân) trong giới tài chính có thể gợi lên hình ảnh của Bernie Madoff, nhưng điều tôi muốn nói ở đây là danh mục của bạn phải có tính chắc chắn (conviction). Cụ thể, nó nên tồn tại ở giữa sự tin tưởng

quá mức khi sở hữu một hoặc hai cổ phiếu và sự thụ động khi sở hữu mọi cổ phiếu. Tiến sĩ Tom Howard giải thích:

"Một trạng thái cực đoan là quyết định mua tất cả cổ phiếu trên thị trường và đo lường chúng theo giá trị vốn hóa thị trường. Đây được gọi là danh mục đầu tư theo chỉ số và hiệu suất của nó được xác định duy nhất bởi hiệu suất tổng thể của toàn thị trường chứng khoán mà không phải bởi hiệu suất của từng cổ phiếu riêng lẻ. Trạng thái cực đoan khác là đầu tư mọi thứ vào một cổ phiếu và đặt cược toàn bộ vào hiệu suất của duy nhất công ty này. Bạn đang tìm kiếm điểm cân bằng giữa hai trạng thái này."[149]

[149] C.T. Howard, The New Value Investing: How to Apply Behavioral Finance to Stock Valuation Techniques and Build a Winning Portfolio (Harriman House, 2015), p. 9.

Sở hữu một cổ phiếu là điều bạn nên làm nếu bạn nắm rõ sự thật về cổ phiếu đó. Tại sao phải đa dạng hóa nếu bạn có lựa chọn khách quan tốt nhất rồi chứ? Ngược lại, sở hữu mọi cổ phiếu (tức là một quỹ đầu tư chỉ số) là điều bạn nên làm nếu không nắm được thông tin thật sự về từng cổ phiếu. Nếu thực hiện nghiên cứu cơ bản, xem xét giá cả, khám phá thực tiễn kinh doanh và những điều tương tự không có ích cho bạn khi xác định một cổ phiếu tốt hơn các cổ phiếu khác, hãy mua tất cả và đặt cược vào sự tăng trưởng lớn hơn của nền kinh tế.

Thực tiễn tốt nhất nằm đâu đó ở giữa hai tình huống này. Chúng ta có thể đưa ra những phán đoán về chất lượng của một khoản đầu tư, nhưng những phán đoán này phải được làm dịu bằng sự thừa nhận về tính không hoàn hảo của chúng cũng như khuynh hướng hành động phi lý của người tham gia thị trường. Vì vậy, một danh mục đầu tư hợp lý gồm số lượng cổ phiếu nằm trong khoảng 25 và 50 mang lại tiềm năng đồng thời cho kết quả vượt trội cũng như sự khác biệt thực sự từ chỉ số.

Hiệu ứng đa dạng hóa Goldilocks

Lưu ý rằng đa dạng hóa nên được thực hiện trong và giữa các lớp tài sản. Điều chúng ta đang thảo luận ở đây liên quan đến cổ phiếu trong nước của chiếc bánh đầu tư tổng thể của bạn. Bạn không nên tập trung toàn bộ tài sản của mình vào một danh mục gồm 25 cổ phiếu; nó nên mở rộng ra các cổ phiếu nước ngoài, cổ phiếu trong nước, tín thác đầu tư bất động sản và những thứ đại loại như vậy. Tuy nhiên, 25 cổ phiếu có lẽ chỉ đủ cho bạn đa dạng hóa các cổ phiếu trong nước.

Đối với những người không quen với ý tưởng rằng một vài cổ phiếu có thể tạo ra tính đa dạng lớn, ý tưởng sở hữu một danh mục đầu tư có tính chắc chắn cao có vẻ đáng sợ. Nhưng giống như cách các nhà khảo sát có thể lấy vài trăm mẫu đại diện từ hàng chục triệu cử tri, bạn có thể đa dạng hóa sở hữu của mình trên thị trường chứng khoán Mỹ chỉ với vài chục cổ phiếu.

Một trong những nghiên cứu đầu tiên đề cập tới thực tế này được thực hiện bởi John Evans và Stephen Archer của Đại học Washington. Evans và Archer nhận thấy lợi ích của việc đa dạng hóa của danh mục đầu tư đã giảm mạnh khi thêm vào hơn 20 cổ phiếu.[150] Hơn nữa, nhà đầu tư tỷ phú Joel Greenblatt đã viết trong

150 J.L. Evans and S.H. Archer, 'Diversification and the Reduction of Dispersion: An Empirical Analysis', The Journal of Finance 23:5 (December 1968).

cuốn sách *You Can Be a Stock Market Genius rằng rủi ro phi thị trường* (chẳng hạn rủi ro do những thay đổi toàn cầu về kinh tế, chính trị và môi trường) giảm 46% nếu danh mục chỉ có hai cổ phiếu, 72% với 4 cổ phiếu, 81% với 8 cổ phiếu và 93% với 16 cổ phiếu.[151] Tác phẩm của Greenblatt cũng chỉ ra rằng lợi ích của mức độ đa dạng hoá có thể nhanh chóng đạt được và cũng nhanh chóng mất đi như thế nào sau mốc 20 cổ phiếu. Ben Graham nói một cách nhã nhặn rằng: "Cần phải có sự đa dạng vừa đủ, không quá nhiều. Nghĩa là có tối thiểu mười và tối đa khoảng ba mươi cổ phiếu khác nhau."[152]

[151] J. Greenblatt, You Can Be a Stock Market Genius: Uncover the Secret Hiding Places of Stock Market Profits (Touchstone, 1999), p. 9.

[152] Graham and Zweig, The Intelligent Investor, p. 114.

Hình 4 minh hoạ những ý tưởng về đa dạng hóa. Đầu tư hành vi dựa trên nguyên tắc ủng hộ một vị trí đa dạng hóa hợp lý - hoặc Goldilocks - giữa sự tự tin thái quá và ý tưởng sai lầm rằng giá cả luôn đúng.

MỘT CỔ PHIẾU	25 CỔ PHIẾU	TẤT CẢ CỔ PHIẾU
Tiềm năng đạt kết quả vượt trội, rủi ro kinh doanh cực lớn	Tiềm năng đạt kết quả vượt trội, rủi ro kinh doanh tối thiểu	Không có tiềm năng đạt kết quả vượt trội hơn, rủi ro kinh doanh tối thiểu

Hình 4 - Đa dạng hóa hợp lý quanh mức 25 cổ phiếu

Chủ động trong thụ động

Một nhà đầu tư không đa dạng hóa hợp lý là một nhà đầu cơ không kiểm soát được cái tôi. Một nhà đầu tư đa dạng hóa quá mức đang đánh đổi lợi ích lớn lấy mức giảm thiểu rủi ro rất nhỏ. Một nhà đầu tư hành vi muốn đạt được cả việc giảm rủi ro và lợi nhuận lớn nhất cần phải có một danh mục đầu tư đa dạng có tính chắc chắn.

Như tôi đã nói ở trên và sẽ nhắc lại rằng đầu tư thụ động là con đường phù hợp với nhà đầu tư quan tâm nhất đến việc đạt kết quả xứng đáng ở một mức giá hợp lý. Nhưng đối với những người tìm kiếm lợi nhuận vượt bậc, con đường duy nhất để đi là danh mục đầu tư có tính chắc chắn cao bởi một lý do đơn giản, như ngài John Templeton nói là, “Không thể tạo ra kết quả vượt trội trừ khi bạn làm khác với đám đông.”

Thật không may, kết quả của quản lý chủ động ngày nay cho thấy chúng hoàn toàn không chủ động chút nào. Chiến lược đầu tư mô phỏng theo chỉ số153 - hay còn gọi là đầu tư thụ động trong chủ động - khiến các nhà đầu tư rơi vào tình huống tồi tệ nhất trong tất cả các khả năng có thể xảy ra (possible world) - chịu mức phí cao mà không có sự khác biệt lớn - và vấn đề này ngày càng phổ biến. Tom Howard của quỹ đầu tư AthenaInvest đã có những phát hiện về đầu tư mô phỏng theo chỉ số như sau: “Đối với quỹ điển hình, số lượng các cổ phiếu có tính chắc chắn thấp nhiều gấp ba lần cổ phiếu có tính chắc chắn cao.”154 Tiến sĩ Wesley Gray của Alpha Architect cho biết chỉ 8% ETFs (Quỹ hoán đổi danh mục) và 23% quỹ tương hỗ có những khác biệt có ý nghĩa so với chỉ số chuẩn của họ. Hơn nữa, Gray thấy rằng các quỹ càng tích cực thì nó càng có xu hướng đắt đỏ, với lệ phí cho các quỹ quản lý thực sự tích cực vượt 128 điểm cơ bản so với mức trung bình.155 Nghiên cứu cho thấy rõ ràng rằng phần lớn các quỹ quản lý tích cực không khác biệt nhiều so với chỉ số tiêu chuẩn của họ mà vẫn khiến các nhà đầu tư phải trả tiền cho điều

này.

[153] Nguyên văn: Closet indexing: là chiến lược đầu tư mà nhà đầu tư hoặc nhà quản lý đầu tư cố gắng đạt được hiệu quả theo một chỉ số thị trường mà không thực sự mua cùng một loại chứng khoán theo chỉ số thị trường đó. Nghĩa là họ có thể bắt chước trọng số của các cổ phiếu trong mỗi ngành hoặc lĩnh vực. Closet Indexing khó khăn hơn so với đầu tư thụ động vào một quỹ chỉ số, và có thể bị tính lệ phí nhiều hơn trong khi vẫn chỉ đem lại mức lợi nhuận tương đương như một quỹ chỉ số điển hình.

[154] Howard, New Value Investing, p. 95.

[155] Gray and Carlisle, Quantitative Value.

Nếu nhiệm vụ hiển nhiên của một nhà quản lý tích cực là phải có kết quả vượt trội so với chỉ số chuẩn của mình, thì tại sao cuối cùng đa số các quỹ lại giống như phiên bản đắt tiền của chính chỉ số đó? Câu trả lời chủ yếu nằm trong một khái niệm ngớ ngẩn được gọi là Lỗi theo dõi. Lỗi theo dõi là mức độ mà một danh mục đầu tư khác biệt so với chỉ số chuẩn được đưa ra so sánh, và vì những lý do không rõ ràng đối với tôi, được liệt vào loại rủi ro đầu tư. Đúng vậy, người quản lý quỹ chủ động mong đợi danh mục sẽ có hiệu quả hơn chỉ số chuẩn nhưng lại không cần khác biệt nhiều so với nó.

James Montier nói về sự ngu ngốc này, "áp dụng các phương pháp đánh giá như lỗi theo dõi cho người quản lý chủ động cũng giống như đẩy một võ sĩ quyền anh vào trận đấu với yêu cầu anh ta chỉ cần vượt một hoặc hai điểm so với đối thủ, hơn là phải cố gắng giành chiến thắng."[156] Dù lỗi theo dõi nhìn chung được coi là rủi ro, nhưng rủi ro thực sự lại là sự nghiệp của người quản lý quỹ. Christopher H. Browne đã giải thích điều này rất cụ thể trong bài diễn thuyết năm 2000 của ông tại Trường Kinh doanh Columbia:

[156] Montier, Value Investing, p. 37.

"Hiệu quả đầu tư nhìn chung được đo lường dựa trên một tiêu chuẩn đánh giá, và không kể đến các nhà đầu tư dài hạn, thì khách hàng tổ chức điển hình theo dõi hiệu quả trên cơ sở hàng tháng hoặc hàng quý so với chuẩn. Kết quả sai lệch so với chuẩn sẽ bị nghi ngờ và có thể dẫn đến việc chấm dứt hợp đồng quản lý tài sản. Tính đồng nhất của lợi nhuận với chuẩn quan trọng hơn hiệu suất tuyệt đối, nhất là trong thế giới bị chi phối bởi giả thuyết cho rằng việc phân bổ tài sản quan trọng hơn lựa chọn cổ phiếu. Khi các cố vấn tìm ra phương pháp đo lường, họ sẽ nhận ra rằng việc thiết kế danh mục đầu tư theo chỉ số chuẩn sẽ làm giảm nguy cơ kém hiệu quả tương đối và

mất mát tài khoản. Thật không may, nếu làm vậy cơ hội đạt kết quả vượt trội so với chỉ số chuẩn cũng giảm đi."[157]

[157] *C.H. Browne, 'Value Investing and Behavioral Finance', presentation to Columbia Business School (November 15, 2000).*

Các nhà đầu tư tìm kiếm mức lãi suất giống chỉ số chuẩn có thể đạt được mong muốn ít nhất là 3 điểm cơ bản nếu tham gia vào các nhóm quỹ lớn. Tuy nhiên, với những người tìm kiếm lợi nhuận vượt chuẩn, chúng ta buộc phải gạt bỏ ý tưởng coi lỗi theo dõi là một hình thức rủi ro. Như tôi đã viết trong cuốn *Personal Benchmark,* "Chừng nào tiêu chuẩn đánh giá vẫn được coi là tiêu chuẩn vàng, thì các nhà quản lý tài sản am hiểu vẫn rất thận trọng với những dự đoán bất thường, cho dù chúng có cơ hội lớn thế nào."[158] John Maynard Keynes từng lưu ý rằng "danh tiếng sẽ được bảo toàn nếu thất bại theo cách thông thường hơn là thành công một cách khác thường," một thực tế được chấp nhận bởi các nhà quản lý quỹ gánh trên mình nhiệm vụ mâu thuẫn không thể tránh. Nhà đầu tư hành vi dựa trên nguyên tắc hiểu rằng một đầu tư khác biệt, có độ tín nhiệm cao là loại duy nhất xứng đáng đầu tư và rằng lợi nhuận chỉ số phải được xác định theo giá mua.

[158] *Widger and Crosby, Personal Benchmark, p. 232.*

Quản lý chủ động

Các bằng chứng cho thấy tính thuyết phục cao là biện pháp mang lại hiệu quả tốt hơn. Meredith Jones là một nhà nghiên cứu trong ngành đầu tư thay thế được công nhận rộng rãi trên thế giới và là tác giả cuốn *Women of the Street*, phân tích sâu sắc về các yếu tố tạo nên nữ quản lý tài sản giỏi nhất. Trong quá trình khảo sát những nhà quản lý tài ba nhất, Jones nhận thấy điểm chung như sau: "Những phụ nữ được phỏng vấn trong cuốn sách này có xu hướng điều hành theo quan điểm được biết đến trong đầu tư như danh mục đầu tư 'có tính thuyết phục cao'. Nghĩa là một danh mục đầu tư có thể đa dạng hóa ở một số vị trí, nhưng sẽ không chọn quá nhiều khoản đầu tư khiến lợi nhuận danh mục bị loãng bằng ý tưởng thứ hai, thứ ba và thứ tư."[159]

[159] *M.A. Jones, Women of The Street: Why Female Money Managers Generate Higher Returns (and How You Can Too) (Palgrave Macmillan, 2015), p. 278.*

Tuy rõ ràng có liên quan đến ủng hộ nữ giới, các quan sát của Jones cũng được công nhận rộng rãi. Cohen, Polk và Silli nhận thấy rằng ý

tưởng tốt nhất của quỹ (được xác định bởi quy mô vị thế) tạo ra hiệu suất trung bình hàng năm là 6%/năm. Quan trọng hơn, họ phát hiện ra hiệu quả giảm dần khi quy mô vị thế giảm![160] Phần lớn các tranh cãi về lịch sử kém hiệu quả của các nhà quản lý chủ động đã rút ra kết luận sai lầm rằng những nhà quản lý này không có kỹ năng chọn cổ phiếu. Ngược lại, có vẻ như trở ngại với các nhà quản lý chủ động không phải là khả năng lựa chọn cổ phiếu thành công mà là tính can đảm để chọn chúng với số lượng đủ dẫn đến kết quả tốt hơn.

[160] R.B. Cohen, C. Polk and B. Silli, 'Best Ideas', SSRN.com (March 15, 2010).

Nhu cầu đa dạng hóa trong và giữa các loại tài sản là dấu hiệu của đầu tư hành vi, nhưng không cần thiết phải làm giảm lợi nhuận của các nhà đầu tư đến mức trung bình. Bằng cách thêm một chút khoa học và sắc thái trong cuộc trò chuyện, chúng ta bắt đầu nhận ra rằng sự đa dạng hóa và niềm tin có thể cùng tồn tại. Như Warren Buffett đã nói, "Mục tiêu của mỗi nhà đầu tư là nên tạo ra một danh mục đầu tư mà sẽ mang lại lợi ích lớn nhất161 cho anh ta trong vòng một thập kỷ hoặc hơn tính từ bây giờ." Đa dạng hóa quá mức sẽ trở thành cản trở lớn đối với hiệu quả và giảm thiểu rủi ro. Nếu trong đầu tư, đa dạng hoá là việc "bắt buộc phải làm", thì đa dạng hóa có độ tín nhiệm cao được coi là thêm chút gia vị.

[161] Nguyên văn: Look-Through Earnings: bao gồm lợi nhuận mà công ty chi trả cho cổ đông dưới hình thức cổ tức và thu nhập mà công ty tái sử dụng để mở rộng hoạt động. Khái niệm này đã được phổ biến bởi Warren Buffet để phân tích khả năng tạo ra tổng thể thu nhập của công ty. Ý tưởng là tất cả những lợi nhuận này đều mang lại giá trị cho các nhà đầu tư - cổ tức mang lại lợi ích trực tiếp, trong khi lợi nhuận giữ lại sẽ làm tăng giá trị của cổ phiếu trong tương lai.

Thực hành

Suy nghĩ: "Đa dạng vừa đủ là khiêm tốn, tín nhiệm vừa đủ để tạo ra giá trị."

Đặt câu hỏi: "Tôi có đang trả phí cho quản lý thụ động?"

Hành động: Đa dạng hóa danh mục đầu tư từ 25-30 cổ phiếu và đảm bảo rằng không ngành nào được chiếm phần trăm quá lớn.

Phễu lọc

Thiết kế một phương pháp RBI có thể được khái niệm hóa như là một cái phễu gồm ba bước lọc để tính đặc trưng càng ngày càng lớn

hơn. Bước đầu tiên trong thiết kế chương trình quản lý tài sản hành vi là liệt kê và hệ thống hóa các rủi ro hành vi. Làm như vậy nhằm mục đích tạo ra một quy trình để giảm thiểu sự hiện diện của năm khía cạnh của rủi ro hành vi. Quá trình này có thể ghi nhớ dễ dàng bằng 4C: Tính nhất quán, Tính rõ ràng, Sự dũng cảm và Niềm tin.

Tính nhất quán đảm bảo chúng ta tránh được cả năm khía cạnh của rủi ro hành vi một cách có hệ thống hơn là nâng cao kiến thức hay ý chí của chúng ta. Tính rõ ràng xác định rủi ro thông tin, rủi ro nổi bật bằng cách tập trung nỗ lực của chúng ta vào các biến đơn giản - có khả năng hơn là các dữ liệu nổi bật - không chắc chắn mà có xu hướng tìm kiếm lợi ích bằng cách tiếp cận tùy ý. Rủi ro cảm xúc và rủi ro bảo toàn khiến chúng ta lựa chọn sai thời điểm thị trường do hành động theo nỗi sợ hãi và cảm xúc của bản thân mà không tuân theo phương pháp RBI qua sự hỗ trợ của thông tin. Cuối cùng, nếu đạt kết quả tốt hơn (và là lý do duy nhất để trở thành một nhà đầu tư chủ động), chúng ta phải tuân theo chính sách đầu tư tín nhiệm cao để tránh sa đà vào sai lầm của sự đa dạng hóa ít (rủi ro cái tôi) và nhu cầu sở hữu toàn bộ thị trường phi lý, dựa trên nỗi sợ hãi (rủi ro cảm xúc).

Lúc này chúng ta đã hiểu rõ các rủi ro hành vi để có biện pháp chống lại chúng và quá trình xây dựng danh mục đầu tư, giờ là một câu hỏi rất quan trọng - nên sử dụng phương pháp nào để xác định các cấu thành của danh mục này?

5P trong đầu tư vốn

“Tất cả các mô hình đều sai, nhưng một số mô hình rất hữu ích.”

- George E.P. Box

Bạn đã được trang bị kiến thức về các yếu điểm của hành vi cùng quá trình khắc phục chúng, tất cả những gì bạn còn thiếu hiện nay chỉ là vấn đề nhỏ để biết mình đang tìm kiếm gì khi lựa chọn một nhóm chứng khoán riêng lẻ. Phần trình bày sau đây là nỗ lực của tôi, bắt nguồn từ nền tảng nghiên cứu kỹ lưỡng, nhằm đưa “điều mang lại hiệu quả ở Phố Wall” vào trong khuôn khổ hành vi dựa trên quy tắc. Chúng ta hãy cùng xem xét nguyên tắc 5P trong đầu tư vốn.

Dù tin rằng năm yếu tố được trình bày ở đây là hiệu quả và bền vững, tôi cũng không cho rằng đó là cách duy nhất để lựa chọn đúng cổ phần đầu tư. Có nhiều cách để lựa chọn chứng khoán thành công và việc tuân theo cách tiếp cận nhất quán, tin tưởng, dũng cảm, rõ ràng còn quan trọng hơn là bạn đưa ra một loạt các yếu tố cụ thể. Thực hiện theo một phương pháp hợp lý quan trọng hơn lựa chọn từng thành phần cụ thể.

Để đặt nền móng cho năm vấn đề quan trọng nhất khi xây dựng danh mục đầu tư RBI, bạn phải nhận thức được hai sự thật quan trọng:

1. Mục đích của 5P này là xác định khả năng có lợi cho bạn khi lựa chọn cổ phiếu.

2. Không phải lúc nào nó cũng hiệu quả.

Ở phần trước tôi đã lấy ví dụ về sự tương tự của trò cá cược và sẽ nhắc lại ở đây, vì việc trở thành một nhà đầu tư hành vi thành công có vẻ rất giống với việc trở thành Nhà cái thay vì Du khách Say xỉn. Trái ngược với quan điểm chung, Nhà cái không phải lúc nào cũng thắng hay thậm chí không phải lần nào cũng giống nhau. Tùy thuộc vào từng trò chơi, Nhà cái chỉ có khả năng thắng khoảng hơn 50% số

lần một chút. Tuy nhiên, họ biết rằng một quy trình có kỷ luật, liên tục và lặp đi lặp lại có thể mang lại kết quả ấn tượng. Lần tới, hãy nghĩ về tính hiệu quả của tỷ lệ cược-tốt-hơn-bình-thường-một- chút, bạn sẽ rất ngạc nhiên trước sức mạnh lớn lao của một trong những tượng đài phi lý của Vegas.

Tương tự, đầu tư dựa trên quy tắc là tạo ra những sửa đổi đơn giản, có hệ thống cho danh mục đầu tư của bạn, nhằm cố gắng và có thêm một hoặc hai điểm phần trăm dẫn tới tác động tích cực mạnh mẽ đến việc quản lý rủi ro và giúp tài sản gia tăng theo thời gian. Như Nate Silver đã nói: "Những tay cờ bạc thành công - cùng các nhà dự đoán chính xác ở bất kỳ lĩnh vực nào - đều không nghĩ tới tương lai qua các vụ cá cược chắc ăn, các lý thuyết đáng tin cậy và những phương pháp đo lường vô cùng chính xác. Đó chỉ là ảo tưởng của những kẻ miệng còn hôi sữa, là hồi còi báo động về sự tự tin thái quá của bọn họ. Ngược lại, những tay cờ bạc thành công nghĩ về tương lai như các đốm nhỏ của xác suất, nhấp nháy lên xuống giống cách một mã chứng khoán trên thị trường phản ứng với mọi thông tin mới."[162]

[162] *Silver, Signal and the Noise, p. 237.*

Tôi muốn nói một cách hết sức thẳng thắn rằng mô hình RBI không hề hoàn hảo và rằng thậm chí sau nhiều năm thực hiện theo nguyên tắc của nó, bạn có thể sẽ không chiến thắng được một chỉ số thụ động theo phương pháp chỉ số trọng số vốn hóa. Nhưng ưu điểm của nó là tạo ra tỷ lệ cược có lợi cho bạn bằng cách liên tục khai thác những yếu điểm tâm lý đối thủ của bạn trên thị trường. Qua thời gian, hàng trăm dị thường - hoặc sự bóp méo lợi nhuận dựa trên vài thói quen hay đại loại như thế - được phát hiện trên các thị trường tài chính. Nguyên nhân giúp một số dị thường tồn tại dai dẳng, tách biệt so với những dị thường đã được khắc phục, chính là hành vi của con người. Nguyên tắc 5P tận dụng lợi thế của các dị thường hành vi dai dẳng này như tồn tại mãi mãi, hợp tình hợp lý và, quan trọng nhất, bắt nguồn từ những khuynh hướng tâm lý lặp đi lặp lại nhằm đảm bảo tuổi thọ lâu dài của chúng.

Thực tế không thể phủ nhận là RBI đưa ra một quan điểm trung lập sẽ khiến nó trở nên không hấp dẫn với nhiều nhà đầu tư. Những người tuyên truyền cho đầu tư bị động và những người ủng hộ thị trường hiệu quả sẽ cho rằng bất kỳ nỗ lực nào để suy nghĩ chính xác hơn về thị trường sẽ thất bại thảm hại, khiến họ phải từ bỏ. Ở thái cực khác, một số người nhấn mạnh rằng họ sẽ luôn có thể chọn được các cổ phiếu tốt nhất năm này qua năm khác (bất chấp các bằng chứng đều cho thấy ngược lại), nghĩa là họ sẽ tránh được điều nhàm chán như kiểu "tạo ra tỷ lệ có lợi cho bạn."

Về phần mình, chúng ta sẽ giải quyết sự kém hấp dẫn nếu biện pháp cố gắng thực hiện những điều quan trọng có hiệu quả tốt. Nhà thống kê học Nate Silver đã đồng ý (ít nhất là về cá cược cờ bạc) rằng: "thực hiện đúng một số điều cơ bản có thể giúp bạn tiến xa hơn. Ví dụ trong trò cá cược bài xì-dách, chỉ đơn giản là học được cách bỏ bài nếu lá bài xấu nhất, đặt cược nếu lá bài tốt nhất, và cố gắng suy đoán xem đối thủ của bạn đang nắm lá bài gì sẽ giảm thiểu đáng kể thiệt hại của bạn. Nếu sẵn sàng làm thế, có lẽ 80% số lần bạn sẽ có quyết định giống những người chơi poker tốt nhất ... cho dù bạn chỉ dành 20% thời gian nghiên cứu trò chơi." Nếu thường xuyên mua các cổ phiếu có đặc điểm kết quả vượt trội trong quá khứ gắn liền với hành vi của con người, bạn có thể đạt được cả lợi nhuận cùng một cuộc sống rất tốt đẹp mà hoàn toàn thoát khỏi cảm giác buồn tẻ khi trở thành một nhà phân tích chứng khoán.

Trước khi giới thiệu mô hình một cách nghiêm túc, tôi muốn đưa ra một dự đoán về sự phản đối đối với phương pháp RBI ngay từ đầu: một vài người sẽ cho rằng nó quá dễ dàng. Thực tế việc chúng ta đang xem xét năm biến số đơn giản trong một đại dương dữ liệu mênh mông sẽ khiến mọi người cho rằng đó là một ý tưởng quá ngớ ngẩn và cái gã đề xuất nó đến từ Alabama càng tăng thêm sự hoài nghi của họ. Nhưng tôi không đơn độc khi đưa ra dự đoán về sức mạnh của một vài luật lệ và các biến đơn giản. Chuyên gia tư vấn tài chính Martin Whitman cho biết: "Dựa trên kinh nghiệm cá nhân của tôi - với cả hai tư cách là nhà đầu tư trong những năm gần đây và một chuyên gia quan sát trong những năm trước - hiếm khi có nhiều hơn ba hoặc bốn biến thực sự có giá trị. Mọi biến khác đều vô nghĩa."[163]

[163] T. Griffin, 'A Dozen Things I've Learned from Marty Whitman/Third Avenue about Investing', 25iq.com (December 15, 2013).

Tương tự, Warren Buffett đã tạo dựng lên một sự nghiệp phi thường nhất trên thế giới bằng cách làm theo một vài quy tắc đơn giản mà ông đã học được trong trường đại học. Như ông từng nói, "có vài nguyên tắc đúng đắn sẽ có ích cho bạn trong mọi lĩnh vực. Và với những nguyên tắc đúng đắn nhất học được từ Graham và Dodd, tôi đã không phải làm bất cứ điều gì. Chúng đã cùng tôi trải qua cả những khoảng thời gian tuyệt vời lẫn tồi tệ. Tóm lại, tôi không cảm thấy lo lắng vì tôi biết chúng hiệu quả."[164]

[164] Lofton, Warren Buffett Invests Like a Girl, p. 86.

Sau cùng, có lẽ bạn sẽ thấy một đầu bếp giỏi và một nhà đầu tư tài ba có rất nhiều điểm chung. Họ nắm vững một số kỹ thuật được áp

dụng rộng rãi và áp dụng chúng một cách hoàn hảo.

Mở đầu vậy đủ rồi, giờ chúng ta hãy xem xét nguyên tắc 5P trong lựa chọn cổ phiếu một cách chi tiết.

Bạn có ngốc không?

“Bạn ngu ngốc.”

“Bạn sai lầm.”

“Tôi biết rõ hơn bạn.”

Đó là một trò chơi tổng lợi nhuận bằng không, là những gì mọi người luôn nói với bạn mỗi khi bạn mua hoặc bán một cổ phiếu. Đáng sợ hơn nữa là hơn 70% số người đánh giá trí thông minh của bạn qua một quyết định mua hoặc bán là những nhà đầu tư chuyên nghiệp vốn đã đánh bại bạn bằng sức mạnh công nghệ và thông tin (và một khía cạnh không liên quan, họ thường thích xịt tóc bóng loáng và mặc comple kẻ sọc).

Hy vọng duy nhất của bạn chống lại đối thủ ghê gớm đó là lợi thế tâm lý học. Bạn không thể cạnh tranh được về tốc độ, khả năng tiếp cận hoặc kiến thức thị trường, vì vậy bạn sẽ phải cạnh tranh về tính kỷ luật và tinh thần cứng rắn. Giáo viên ưa thích của Warren Buffett nói về kỷ luật như sau, “Điều cần thiết đầu tiên là một quy tắc xác định trong quá trình mua bán mà theo kinh nghiệm cho thấy bạn đang mua cổ phiếu thấp hơn giá trị của chúng. Thứ hai, bạn phải mua số lượng cổ phiếu đủ lớn để phương pháp tiếp cận có hiệu quả. Và điều cuối cùng bạn cần một chỉ dẫn bán cụ thể.”[165]

[165] Gray and Carlisle, Quantitative Value, p. 16.

Mô hình RBI đáp ứng mọi tiêu chí của Ben Graham; tất cả những gì bạn cần là tính kỷ luật. Khi thảo luận về từng nguyên tắc trong 5P, tôi sẽ đưa ra các bằng chứng về tính hiệu quả cả về mặt thực tiễn lẫn triết học của chúng. Xét cho cùng, chúng ta muốn các nhân tố bền vững bắt nguồn từ những ý nghĩa thông thường chứ không phải sự liên kết ngẫu nhiên của các biến. Các nhà đầu tư chứng khoán có kiến thức tốt, sức cạnh tranh cao luôn gọi bạn là kẻ ngu ngốc mỗi khi bán cho bạn một cổ phần - đây là cách bạn chứng minh họ đã sai lầm.

5P trong lựa chọn cổ phiếu là:

1. Price - Giá cả

2. Properties - Tính sở hữu

3. Pitfalls - Đề phòng cạm bẫy

4. People - Con người

5. Push - Sức đẩy

1. Không bao giờ trả giá quá cao (PRICE)

Vào một ngày mùa đông ở thành phố Salt Lake, tôi đã học được bài học quan trọng nhất trong sự nghiệp của mình - tác động về giá ảnh hưởng đến chất lượng. Khi đó tôi vừa hoàn thành một buổi hội thảo tại Grand America với một nhóm cố vấn tài chính quan tâm đến việc áp dụng tài chính hành vi cho thực tiễn công việc của họ. Tôi rất hài lòng về hiệu quả tổng thể của bản thân, thỏa mãn với phản ứng của người tham gia và vui vẻ thưởng thức một lon Coke Diet chúc mừng của người đã thuê tôi đến nói chuyện ở bên ngoài phòng họp.

Trái với kỳ vọng nhận được lời chúc mừng nồng nhiệt vì buổi nói chuyện hoàn thành tốt đẹp, tôi được chào đón một cách bất ngờ, "Mọi người cho rằng anh còn rất non kém." "Sao cơ?" Tôi ngạc nhiên, chắc mẩm rằng tôi đã làm tốt hơn một chút so với khái niệm một buổi hội thảo thành công mà tôi biết. Ông ta nói tiếp, "Tôi muốn tiếp tục mời anh tới nói chuyện nhiều hơn trong lĩnh vực này, nhưng mọi người trong văn phòng cho rằng anh non tay vì mức phí của anh quá thấp. Bởi vì chưa từng gặp anh, nên họ sẽ nhìn vào mức phí của anh và cho rằng anh rất tệ. Mọi người nghĩ anh kém cỏi."

Chúng tôi cùng đi đến phòng chờ của khách sạn, nơi mà ông ấy tiếp tục khuyến khích tôi tăng gấp ba hoặc bốn lần mức phí tôi đã yêu cầu mà không thay đổi bất kỳ điều gì trong bài thuyết trình của tôi. Quan điểm của ông ấy là nếu tôi thể hiện được niềm tin vào khả năng của bản thân bằng cách tính phí cao hơn, thì người khác cũng sẽ bị thuyết phục tương tự. Và trong nỗi lo sợ tột cùng, tôi đã tăng gấp ba lần mức phí cho những buổi nói chuyện sau đó, tương đương gấp năm lần mức lương của tôi. Trong khi hy vọng rằng phong cách trình bày của tôi đã thay đổi và được cải tiến phần nào trong nhiều năm, về cơ bản ngày nay tôi vẫn giống như kẻ ngốc hôm đó vì vẫn tính phí quá thấp. Nhưng với hiểu biết về một sự thật quan trọng của con người - đó là giá cả quyết định giá trị nhận thức - tôi đã xây dựng được một sự nghiệp tốt đẹp. Hy vọng rằng sẽ rất ít người nghĩ tôi yếu kém.

Kinh nghiệm mang tính giai thoại của tôi về giá cả tác động tới nhận thức được chứng minh khéo léo hơn qua tác phẩm "horizontal wine

tasting”[166] do Giáo sư Baba Shiv của Đại học Stanford thực hiện.[167] Shiv cho những người tham gia nằm trong máy cộng hưởng từ chức năng và cho họ uống từng ly rượu vang được đo liều lượng cẩn thận và có đính kèm giá. Sau đó, ông tiến hành đo hoạt động não của người tham gia trong khi họ nhấm nháp từng loại rượu vang, tìm kiếm mối quan hệ giữa giá và quá trình hoạt động của não. Cụ thể, Shiv muốn kiểm tra một phần của bộ não, vùng vỏ não trước trán mà chúng ta biết đó là nơi giải mã niềm vui.

[166] Là phương pháp nếm các loại rượu vang từ cùng loại nho cùng một vụ và từ một vùng cụ thể để xem chất lượng của nhà máy nào tốt nhất.

[167] B. Shiv, ‘Thinking Money - Horizontal Wine Tasting’, YouTube.com (October 14, 2014).

Chắc chắn, người tham gia cho thấy nhiều hoạt động trong trung tâm giải mã niềm vui của bộ não khi họ nghĩ rằng mình đang uống rượu vang 90 USD hơn so với khi uống loại rượu 10 USD. Vấn đề duy nhất là tất cả đều là rượu 10 USD! Người tham gia được cho uống cùng một loại rượu vang trong từng thử nghiệm, nghĩa là sự khác biệt trong hoạt động của phần não chi phối niềm vui liên quan trực tiếp đến khác biệt về giá cả chứ không phải bản thân chất lượng rượu. Khi tất cả những điều kiện khác là như nhau, chúng ta sẽ coi giá là yếu tố quan trọng nhất quyết định chất lượng.

Khuynh hướng đồng nhất giá cả với chất lượng có thể khiến chúng ta phải trả quá nhiều tiền cho quần áo, xe cộ hoặc cà phê, nhưng nhìn chung chúng vô hại trong mua bán tiêu dùng. Nhưng nó sẽ trở nên vô cùng tai hại trong lĩnh vực đầu tư. Viện thăm dò dư luận Gallup định kỳ khảo sát các nhà đầu tư Mỹ để xác định xem họ có nghĩ lúc này là thời điểm tốt để đầu tư hay không. Gallup đã tìm ra mối tương quan chặt chẽ giữa câu trả lời cho cuộc khảo sát này với lợi nhuận trên thị trường chứng khoán, nhưng nó lại trái ngược với những gì bạn hy vọng.

Khi người Mỹ cho rằng lúc này là thời điểm tốt để mua, thì cổ phiếu có khuynh hướng đạt mức giá đỉnh điểm, có nghĩa là kết quả trung hạn có xu hướng kém đi. Như Nate Silver từng ghi nhận, “số liệu cao nhất mà Gallup ghi lại trong cuộc khảo sát của họ là vào tháng 1 năm 2000, khi kỷ lục có tới 67% người Mỹ tin rằng đó là thời điểm tốt để đầu tư. Chỉ hai tháng sau, NASDAQ và các chỉ số chứng khoán khác bắt đầu sụp đổ. Ngược lại, khi chỉ 26% người Mỹ nghĩ đó là thời điểm tốt để mua cổ phiếu vào tháng 2 năm 1990 - thì S&P 500 tăng gấp gần bốn lần giá trị trong vòng 10 năm tiếp theo.”[168]

[168] *Silver, Signal and the Noise, p. 365.*

Giống như rượu vang và các diễn giả, thị trường chứng khoán càng được định giá tốt, thì chúng ta càng nghĩ nó sẽ tốt hơn. Nhưng điểm không giống rượu vang và diễn giả là thực sự có mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa giá cả và hiệu quả trong đầu tư cổ phiếu - bạn càng trả nhiều tiền, bạn càng nhận được ít hơn, chấm hết.

Tuy nó có thể tác động tiêu cực đến nhận thức của chúng ta về chất lượng, nhưng có một sự thật rất phổ biến là khi có sản phẩm nào được giảm giá ở đâu đó, chúng ta thường mua nhiều hơn. Nếu tủ quần áo của bạn cũng giống của tôi, sẽ có rất nhiều bộ đồ mà bạn mua vì chúng có giá rẻ, không hẳn vì bạn yêu thích hoặc cần chúng. Thị trường chứng khoán dường như là ngoại lệ với quy tắc này, một thực tế gây nhiều thiệt hại cho các nhà đầu tư.

Warren Buffett đã minh hoạ sự thật này một cách độc đáo theo phong cách điển hình của ông với ví dụ về bánh hamburger. Ông hỏi: "Nếu bạn định ăn bánh hamburger suốt đời và không phải là người chăn nuôi gia súc, bạn muốn giá thịt bò cao hay thấp?" Câu trả lời rất rõ ràng: người mua hamburger hy vọng giá thấp nhất có thể. Ông tiếp tục:

"Giờ là câu hỏi cuối cùng: Nếu kỳ vọng có một khoản tiết kiệm ròng trong 5 năm tới, bạn nên hy vọng thị trường chứng khoán cao hơn hay thấp hơn trong suốt thời gian đó? Rất nhiều nhà đầu tư đã mắc sai lầm ở đây. Dù dự định sẽ mua ròng cổ phiếu trong nhiều năm tới, họ vẫn vui mừng khi giá tăng lên và chán nản nếu giá xuống. Thực tế, họ vui mừng vì giá 'hamburger' họ định mua đã tăng. Phản ứng này thật buồn cười. Chỉ những người dự định bán cổ phần trong tương lai gần nên vui mừng khi thấy cổ phiếu tăng lên. Những người mua tiềm năng nên thích giá thấp đi."[169]

[169] *R.J. Connors, Warren Buffett on Business: Principles from the Sage of Omaha (Wiley, 2009), p. 159.*

Một nhà đầu tư giá trị khác giống Buffett, Howard Marks đã lý giải nguy cơ trả giá quá cao như sau: "Đầu tư là một cuộc đua về sự yêu thích, và điều nguy hiểm nhất là mua thứ gì đó ở đỉnh điểm được yêu thích của nó. Vào thời điểm đó, tất cả các sự kiện và ý kiến tán thành đều được tính vào giá của nó, và không người mua mới nào có lợi. Cách an toàn và có lợi nhất là mua một thứ khi không ai thích. Qua thời gian, sự yêu thích, và kéo theo giá cả của nó, chỉ có thể đi theo một chiều - đi lên."[170] Dù tôi nhấn mạnh điều này thế nào cũng không đủ - trả một mức giá thích hợp, thường được gọi là đầu tư giá

trị, là điều tuyệt vời nhất mà bạn có thể làm để đảm bảo lợi nhuận thích đáng và quản lý rủi ro.

[170] *Marks, The Most Important Thing, p. 33.*

Đầu tư giá trị là một hình thức quản lý rủi ro

Gần đây tôi được yêu cầu thuyết trình RBI cho một tổ chức quản lý tiền tệ quy mô lớn đang tìm kiếm những ý tưởng mới. Họ đã lắng nghe quan điểm của tôi hết sức chăm chú, hỏi những câu hỏi hay và cuối cùng đưa ra một câu hỏi mà bạn nên hy vọng tất cả các nhà quản lý tài sản đều trăn trở, "Bạn làm gì để quản lý rủi ro?"

Cuối cùng tôi đã thảo luận về một số biện pháp phòng ngừa rủi ro mà bản thân đã thực hiện nhưng mở đầu với lời khẳng định chắc chắn rằng một trong những điều tuyệt vời nhất tôi làm để quản lý rủi ro là đảm bảo đầu tiên phải xem xét giá cả một cách có hệ thống. Người đưa ra câu hỏi đó nhìn tôi đầy chế nhạo và nói: "Nhưng rủi ro nằm ở sự biến động chứ không phải giá cả." Phản ứng của ông ta tượng trưng cho thiên kiến của phố Wall với các mô hình logic và đại biểu cho một lợi thế cạnh tranh của bạn so với các tổ chức đầu tư.

Một lần nữa, Howard Marks lại tỏ ra khôn ngoan: "Nói cách khác, rủi ro cao chủ yếu là do giá cả cao ... Trong khi các lý thuyết gia nghĩ rằng lợi nhuận và rủi ro tuy có mối liên hệ song vẫn là hai điều riêng biệt, thì nhà đầu tư giá trị nghĩ rằng rủi ro cao và lợi nhuận tiềm năng thấp là hai mặt của đồng xu, cả hai đều bắt nguồn chủ yếu từ giá cao."[171] Có hai và chỉ có hai cách duy nhất kiếm được lợi nhuận từ sự biến động của giá cổ phiếu. Một là xác định thời điểm thị trường mà như bạn thấy là rất khó thực hiện. Cách còn lại là xác định giá cả, dễ thực hiện hơn rất nhiều, nhưng khó có thể chịu đựng về mặt tâm lý. Rủi ro của một tài sản không bao giờ tách rời khỏi mức giá mà bạn trả cho nó; trả giá hợp lý là người bạn tốt nhất của nhà đầu tư không ưa rủi ro.

Ý tưởng trả một mức giá hợp lý làm giảm rủi ro có ý nghĩa trực quan, nhưng cũng được hỗ trợ từ thực nghiệm, ngay cả khi việc áp dụng các quy tắc "của chúng" biến động tương đương với rủi ro. Phát hiện quan trọng nhất trong tất cả các phân tích dữ liệu cũ của James O'Shaughnessy là các cổ phiếu hấp dẫn (chẳng hạn như được định giá cao, được các nhà phân tích ưu ái) có độ lệch tiêu chuẩn cao hơn so với các bản sao cổ phiếu được coi là giá trị (ví dụ như được định giá thấp, bị các nhà phân tích coi rẻ), nhân tố chủ yếu làm giảm hiệu quả của những cái tên quyến rũ.

[171] *Ibid, pp. 46-47.*

Công ty Tweedy, Browne cũng chứng minh rằng cổ phiếu có giá trị hơn trong thời điểm khó khăn qua đo lường kết quả của cổ phiếu bằng thập phân vị rẻ (giống phương pháp đo lường hệ số giá/dòng tiền PCF) trong các thời kỳ 25 và 88 tháng tồi tệ nhất. Như bạn thấy trong Bảng 5, các cổ phiếu rẻ hơn có xu hướng rõ ràng là mất ít tiền hơn trong thời kỳ bất ổn của thị trường, xu hướng này chỉ xuất hiện trong nhóm các cổ phiếu rẻ nhất có kết quả yếu kém (có thể đó là lý do giá rẻ).

Thập phân vị PCF	PCF cao nhất					PCF thấp nhất				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Lợi nhuận trên TTCK trong 25 tháng tệ nhất (%)	-11,8	-11,1	-10,6	-10,3	-9,7	-2,1	-2,0	-8,7	-8,8	-9,8
Lợi nhuận trong 88 tháng tệ nhất tiếp theo kể từ khi TTCK giảm (%)	-3,0	-2,8	-2,7	-2,4	-2,3	-9,5	-9,0	-1,9	-1,6	-2,0

Lợi nhuận trên TTCK trong 25 tháng tốt nhất (%)	12,1	12,5	12,2	11,9	11,6	10,9	11,2	11,5	11,9	13,6
Lợi nhuận trong 122 tháng tốt nhất tiếp theo kể từ khi TTCK tăng (%)	3,7	3,9	4,0	3,8	3,9	3,8	3,8	3,8	3,7	3,8

Bảng 5 - Lợi nhuận đầu tư trung bình một tháng (%) của các cổ phiếu sắp xếp theo lưu lượng Hệ số giá trên dòng tiền (PCF) trong những tháng tồi tệ nhất và tốt nhất của thị trường chứng khoán, từ tháng 4 năm 1968 đến tháng 4 năm 1990[172]

[172] *C.H. Browne, W.H. Browne, J.D. Spears, T.H. Shrager and R.Q. Wyckoff, Jr., 'What Has Worked In Investing: Studies of Investment Approaches and Characteristics Associated with Exceptional Returns' (Tweedy, Browne Company, revised edition, 2009).*

Điều cuối cùng, nhìn chung các cổ phiếu giá trị không chỉ có xu hướng ít thua lỗ hơn mà còn ít có nguy cơ chịu tổn thất nghiêm trọng, đều còn nguy hiểm hơn nhiều so với biến động chung. Tiến sĩ Wesley Gray từng lưu ý trong *Quantitative Value*, "Cổ phiếu hấp dẫn thường giảm gấp đôi hoặc gấp ba so với cổ phiếu giá trị; cổ phiếu hấp dẫn giảm 50% hoặc hơn trong 7% thời gian, trong khi các cổ phiếu giá trị thường giảm 50% hoặc hơn trong khoảng xấp xỉ 2% thời gian."[173] Theo Lakonishok, Vishny và Shleifer trong bài báo 'Đầu tư ngược xu thế, Phép ngoại suy và Rủi ro', "... chiến lược giá trị mang lại lợi nhuận cao hơn bởi vì chúng khai thác những sai lầm của nhà đầu tư điển hình và về cơ bản chúng cũng rủi ro hơn."[174]

[173] *Gray and Carlisle, Quantitative Value, p. 220.*

[174] *J. Lakonishok, R.W. Vishny and A. Shleifer, 'Contrarian Investment, Extrapolation and Risk' (Working paper, 1993).*

Sinh viên y khoa buộc phải tuyên thệ lời thề Hippocratic nổi tiếng trong lễ tốt nghiệp, thề sẽ duy trì các tiêu chuẩn đạo đức chủ yếu

xoay quanh hai khái niệm - Không làm điều ác và nhân đức. Không làm điều ác, hay là hướng dẫn "đầu tiên, không gây hại," là mệnh lệnh chính và yêu cầu các bác sĩ phải cân nhắc các biện pháp chữa trị có thể gây hại cho bệnh nhân hoặc tiềm ẩn những rủi ro không lường trước được. Mặc dù xem xét khái niệm nhân đức có vẻ dễ hiểu - hoặc có thể coi là các hành động dễ dàng thực hiện - thì vấn đề quản lý rủi ro còn quan trọng hơn. Tương tự như vậy, nhiệm vụ hàng đầu và quan trọng nhất của một nhà đầu tư là quản lý rủi ro, và trả một mức giá hợp lý là cách tốt nhất để đạt mục đích này.

Nhưng mua cổ phiếu giá trị không chỉ là một kỹ thuật quản lý các rủi ro cần thiết, mà còn cho thấy mức tăng lợi nhuận trong nhiều thập kỷ, ở các ngành công nghiệp và ở các châu lục, và tiếp theo chúng ta sẽ cùng khám phá chúng.

Tìm kiếm các cổ phiếu giá 50 xu

Có rất nhiều cách để đo lường giá trị của cổ phiếu, bao gồm hệ số giá/giá bán (P/S), giá/thu nhập (P/E), giá/ giá ghi sổ (P/B) và giá/ dòng tiền (PCF). Dù mỗi hệ số có điểm mạnh và điểm yếu riêng, nhưng tất cả đều chỉ ra một sự thật căn bản - cổ phiếu giá trị vượt trội hơn hẳn so với các cổ phiếu hấp dẫn trong thời gian dài. James Montier nhận thấy rằng "cổ phiếu ngôi sao" (tức là những cổ phiếu có lịch sử ấn tượng và dự báo tăng trưởng tốt) thua kém các cổ phiếu giá trị gần 6% mỗi năm.[175]Nhà kinh tế học hành vi Meir Statman phát hiện ra rằng các cổ phiếu "bị coi thường" lại có kết quả tốt hơn các cổ phiếu hấp dẫn ngay cả khi tính đến những biến số được các nhà phê bình sử dụng để chối bỏ hiệu quả của chúng, chẳng hạn như quy mô, nét đặc trưng và động lực.

Lakonishok, Vishny và Shleifer đã kiểm tra tác động của hệ số P/B đến lợi nhuận trong "Đầu tư ngược xu thế, Phép ngoại suy và Rủi ro". Họ nhận thấy các cổ phiếu có P/B thấp (tức là các cổ phiếu giá trị) vượt trội hơn so với cổ phiếu có P/B hấp dẫn cao đến 73% thời gian trong giai đoạn một năm, 90% thời gian trong giai đoạn ba năm và 100% thời gian trong giai đoạn 5 năm.[176] Do thôi thúc từ nghiên cứu của bản thân mà họ đã thành lập một công ty đầu tư rất thành công dựa trên các nguyên tắc của nó.

[175] Montier, Value Investing, p. 75.

[176] Lakonishok, Vishny and Shleifer, 'Contrarian Investment'.

Trong 'Decile Portfolios of the NYSE, 1967-1985', Giáo sư Roger Ibbotson của Đại học Yale đã xếp hạng các cổ phiếu bằng thập phân

vị của hệ số P/E và xác định kết quả của chúng từ năm 1967 đến năm 1985. Ibbotson phát hiện ra các cổ phiếu có thập phân vị thấp nhất đạt hiệu quả trên 600% so với các cổ phiếu cao nhất và trên 200% so với mức thập phân vị "trung bình" trong cùng khoảng thời gian đó.[177] Trong một nghiên cứu tương tự, Eugene Fama và Kenneth French đã khảo sát tất cả các cổ phiếu không thuộc ngành tài chính từ năm 1963 đến năm 1990 và chia thành các thập phân vị dựa trên hệ số P/B. Trong khoảng thời gian được nghiên cứu, các cổ phiếu rẻ nhất có lợi nhuận gấp gần ba lần so với cổ phiếu đắt nhất.[178]

[177] R. Ibbotson, 'Decile Portfolios of the NYSE, 1967-1984', Yale School of Management Working Paper (1986).

[178] E.F. Fama and K.R. French, 'The Cross-Section of Expected Stock Returns', Journal of Finance 47:2 (1992).

Bài báo xuất sắc *What Works on Wall Street* của James P. O'Shaughnessy được coi là một trong những khảo sát toàn diện nhất về các yếu tố giá trị khác nhau. O'Shaughnessy đã sử dụng phương pháp luận quen thuộc hiện nay để chia cổ phiếu thành các thập phân vị và theo dõi lợi nhuận từ năm 1963 đến cuối năm 2009. Kết quả của ông làm nổi bật hiệu quả của đầu tư giá trị và đóng góp to lớn của việc tăng một chút lợi nhuận hàng năm tới sự giàu có chung. Nhìn vào hệ số P/E, ông nhận thấy rằng các cổ phiếu có thập phân vị của hệ số P/E thấp nhất đã biến 10.000 USD thành 10.202.345 USD với tỷ suất lợi nhuận gộp là 16,25% một năm. So với tỷ suất lợi nhuận gộp 11,22% hàng năm của các chỉ số mà chỉ có thể chuyển 10.000 USD tương tự thành 1.329.513 USD. Việc mua các cổ phiếu giá rẻ có thể tăng thêm 9.000.000 USD cho bạn với ít biến động hơn, đã thách thức quan niệm thị trường hiệu quả rằng cần phải có rủi ro cao hơn để có lợi nhuận lớn hơn.[179]

[179] O'Shaughnessy, What Works on Wall Street, p. 85.

Nhưng thực chất các cổ phiếu có thập phân vị cao nhất là gì, chỉ là những cái tên hấp dẫn thôi sao? Cổ phiếu có thập phân vị của hệ số P/E cao nhất đã biến 10.000 USD thành 118.820 USD vào năm 2009, thấp hơn 1.000.000 USD so với chỉ số và ít hơn 10.000.000 USD so với mua các cổ phiếu giá trị bị coi thường. Những con số này minh chứng rõ nét cho câu nói của Warren Buffet: "Bạn phải trả một mức giá rất cao trên thị trường chứng khoán để có được sự đồng thuận vui vẻ. Tính không chắc chắn là người bạn thực sự của những người mua các giá trị lâu dài."[180]

[180] Lofton, Warren Buffett Invests Like a Girl, p. 71.

Khi kiểm tra các biến số giá trị khác, O'Shaughnessy nhận thấy kết quả tương tự như vậy. Dùng phương pháp đo lường hệ số giá trị doanh nghiệp trên EBITDA (Lợi nhuận trước thuế và lãi vay) cho thấy các cổ phiếu rẻ nhất có kết quả vượt trội hơn tất cả các chỉ số chứng khoán 100% thời gian trong từng giai đoạn định kỳ và với biên độ rộng 181%. Sử dụng cùng phương pháp đo lường với các cổ phiếu đắt tiền nhất cho thấy chúng còn kém hiệu quả hơn cả trái phiếu kho bạc! Các cổ phiếu giá rẻ được đo lường bằng hệ số PCF cũng cho kết quả tương tự. Cổ phiếu có thập phân vị PCF thấp nhất đã biến 10.000 USD vào cuối năm 1963 thành hơn 10.000.000 USD vào cuối năm 2009, vượt xa mức lợi nhuận của chỉ số là 1.300.000 USD trong cùng khoảng thời gian. Một lần nữa, kết quả hoạt động vẫn nhất quán như thế, các cổ phiếu PCF rẻ đã đánh bại chỉ số 100% thời gian trong từng giai đoạn 10 năm và 91% thời gian trong từng giai đoạn 5 năm.[181]

[181] *O'Shaughnessy, What Works on Wall Street, p. 127.*

Tuy có thể tiếp tục liệt kê thêm, nhưng tôi tin tưởng rằng đến lúc này quan điểm của tôi đã được chứng minh hết sức rõ ràng. Cổ phiếu giá trị có xu hướng mang lại lợi nhuận cao hơn với ít biến động hơn và tính nhất quán đáng kinh ngạc - tại sao lại không thích chứ?

Nỗi đau lợi nhuận

Nếu đầu tư giá trị là một cú ghi điểm tuyệt vời, thì tại sao theo một số ước tính chỉ có dưới 10% quỹ đầu tư tuân theo các nguyên tắc giá trị?[182] Vào cuối năm 1997, ở đỉnh cao của bong bóng công nghệ, một nhà đầu tư bỏ tiền vào "cổ phiếu truyền miệng"[183] có thập phân vị cao nhất sẽ tăng gấp đôi số tiền của anh ta vào đầu năm 2000. Hiệu ứng cộng hưởng to lớn này chủ yếu phản ánh tầm nhìn của các cổ phiếu tăng trưởng mà theo định nghĩa thì có xu hướng dễ xảy ra hơn so với các cổ phiếu giá trị kém hấp dẫn. Đầu tư giá trị giúp bạn giàu lên theo thời gian, nhưng đầu tư tăng trưởng có thể khiến bạn giàu có chỉ trong một đêm.

[182] *Montier, Little Book of Behavioral Investing.*

[183] *Nguyên văn: Story Stock: cổ phiếu mà giá trị của nó phản ánh kỳ vọng trong tương lai chứ không phải tài sản và thu nhập thực tế của nó.*

Tuy nhiên, như chúng ta đã học được bài học, không có chân lý nào trên Trái đất đúng đắn hơn là "điều này cũng sẽ qua đi". Các cổ phiếu truyền miệng mà giúp các nhà đầu tư mơ mộng của chúng ta giàu có nhanh chóng trong hơn hai năm sẽ làm ông ta nghèo đi cũng nhanh

như vậy. Trong khoảng thời gian từ tháng 2 năm 2000 đến tháng 2 năm 2009, các cổ phiếu có thập phân vị cao nhất này đã giảm tới 82%. Đầu tư theo tính hấp dẫn có xu hướng tăng trong ngắn hạn, nhưng như tôi đã đề cập trước đó, giàu nhanh và nghèo nhanh là hai mặt của một đồng xu.

Nghiên cứu cho thấy đầu tư giá trị có hiệu quả theo thời gian, ở tất cả các lục địa và các ngành công nghiệp.[184] Và dù vẫn có các bất thường trong đầu tư thoáng xảy ra và không đáng kể, tôi có thể táo bạo nhấn mạnh rằng tôi tin tưởng giá trị sẽ mang lại lợi ích cho các nhà đầu tư dài hạn trong tương lai bởi cách nó tương tác với tâm lý con người. Tôi đặt cược vào đầu tư giá trị với những lý do tương tự mà tôi đặt cược rằng các phòng tập thể dục sẽ đông vào tháng 1 hơn tháng 2. Thật khó để duy trì sự gắn bó qua thời gian.

[184] Browne, 'What Has Worked In Investing' (revised edition, 2009).

Đầu tư giá trị đòi hỏi chúng ta phải vượt qua khuynh hướng cơ bản của bản thân để tăng chất lượng cho những thứ đáng giá hơn. Đầu tư giá trị đòi hỏi chúng ta phải hy sinh các cơ hội trở nên giàu có trong ngắn hạn để đảm bảo lợi nhuận nhất quán lâu dài. Trở thành một nhà đầu tư giá trị đòi hỏi chúng ta phải bỏ qua những câu chuyện tích cực xung quanh các cổ phiếu hấp dẫn, giữ vững quan điểm và mua cổ phiếu của các công ty bị coi thường và cho là có viễn cảnh u ám. Và vì mỗi một điều kiện này đều vi phạm trực tiếp tới bản chất tự nhiên của hầu hết mọi người, chỉ có giá trị đảm bảo[185] là tồn tại mãi mãi.

[185] Nguyên văn: Value Premium: liên quan đến lợi nhuận điều chỉnh theo rủi ro của cổ phiếu giá trị lớn hơn so với cổ phiếu tăng trưởng.

Joel Greenblatt, cha đẻ của Công thức Ma thuật nổi tiếng, nói rằng thực sự không có phép thuật nào cho sức mạnh của đầu tư giá trị. Thay vào đó, ông gợi ý rằng bạn chỉ nên mua những cổ phiếu có kỳ vọng thấp mà ngay cả các tin tức xấu cũng không ảnh hưởng tới chúng. Xem xét giá cả đầu tiên cũng có nghĩa là xây dựng sự nghiệp đầu tư của bạn từ nền tảng của thực tế chứ không phải từ lâu đài cát của dự báo tăng trưởng.

Đầu tư theo tính hấp dẫn giả định rằng tương lai xảy ra theo những cách mà hiện tại chúng ta chưa thấy được. Đầu tư giá trị liên quan đến thực tế đang xảy ra và không đánh giá về tương lai khác với những xu hướng đang tăng lại quay đầu đi xuống và ngược lại. Bạn được lập trình theo mọi cách để bỏ qua cổ phiếu rẻ tiền và tập trung vào các cổ phiếu đắt tiền bởi những câu chuyện hấp dẫn hơn về

chúng. Đầu tư giá trị đòi hỏi bạn phải từ bỏ khuynh hướng tự nhiên của bản thân và phải làm những điều rất đau đớn. Bởi lẽ càng đau đớn thì bạn sẽ nhận được kết quả càng tốt đẹp.

Thực hành

Suy nghĩ: "Giá mua tốt là bằng nửa giá bán."

Đặt câu hỏi: "Liệu tôi có thể mua được toàn bộ một doanh nghiệp với mức giá này không?"

Hành động: Tránh mua các cổ phiếu đắt tiền một cách có hệ thống. Phải luôn làm vậy.

2. Mua chất lượng (PROPERTIES)

David Cook đã mở cửa hàng video Blockbuster đầu tiên tại Dallas, Texas vào ngày 6 tháng 2 năm 1963. Dựa vào kiến thức chuyên môn của mình trong việc quản lý các cơ sở dữ liệu khổng lồ, Cook đã tạo ra các hệ thống nơi mỗi cửa hàng Blockbuster lại lưu trữ các video phản ánh sở thích xem phim của khu vực mà họ phục vụ. Với lợi thế đáp ứng nhu cầu rộng khắp của khách hàng như vậy, Blockbuster đã trở thành doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh đổi mới. Năm 1987, Blockbuster tiếp tục đà tiến về phía trước, chiến thắng vụ kiện Nintendo và mở cánh cửa cho hoạt động cho thuê video trò chơi.[186] Phát triển nhanh chóng tới thời điểm chuyển giao giữa hai thế kỷ và lúc này Blockbuster có một cơ hội kinh doanh mới đầy tiềm năng thông qua việc mua lại công ty mới nổi Netflix với giá 50 triệu USD. Blockbuster đã bỏ qua công ty non trẻ này trong một cuộc họp mà người đồng sáng lập Netflix đã phát biểu, "họ cười nhạo chúng tôi ở bên ngoài văn phòng."[187]

[186] *en.wikipedia.org/wiki/Blockbuster_LLC*

[187] *M. Graser, 'Epic Fail: How Blockbuster Could Have Owned Netflix',*

Cuối năm đó, Blockbuster chuyển sang một hướng hoàn toàn khác, thay vì ký hợp đồng với bất kỳ công ty nào lại lựa chọn công ty Dịch vụ Băng thông rộng Enron. Ngày nay, Netflix, Inc. có thị phần gần 33 tỷ USD và Enron, ừm, chỉ còn là cái tên (tập đoàn Enron đã phá sản vào tháng 11 năm 2001). Vào đầu những năm 2000, cổ phiếu của Blockbuster là con tàu siêu tốc vì những ý tưởng liên quan tới chuyển đổi hình ảnh sang kỹ thuật số của nó vẫn đang được hình thành. Từ đầu quý 2 đến cuối quý 4 năm 2012, giá cổ phiếu của Blockbuster đã giảm xuống còn một nửa và đóng cửa với giá dưới 15 USD. Nếu sử dụng bất kỳ phương pháp xác định "Giá" nào được thảo luận ở phần

trước, Blockbuster được coi là một thương vụ hấp dẫn. Nhưng các nhà đầu tư chỉ dựa vào một mình giá cả sẽ phải trả giá đắt cho hành vi phụ thuộc vào thước đo đơn hướng đó của bản thân. 5 năm sau, giá cổ phiếu của họ chỉ còn dưới 5 USD và 10 năm sau thì công ty chấm dứt hoạt động. Một thương hiệu lớn của Hoa Kỳ, được sáng lập và phát triển dựa trên đổi mới, đã biến mất vì thiếu chính sự đổi mới.

Câu chuyện này cho thấy rằng không bao giờ có thể coi cổ phiếu của một công ty là rẻ hay đắt nếu chỉ dựa trên giá mà không xem xét cẩn thận đến chất lượng của công ty đó. Xét cho cùng, việc thừa nhận rằng những nhân tố tham gia vào thị trường không hoàn toàn hợp lý có ý nghĩa khác xa so với việc cho rằng chúng hoàn toàn không hợp lý. Thông thường, một cổ phiếu có giá rẻ vì công ty không làm ăn tốt. Trên thực tế, Joseph Piotroski nhận thấy 57% cổ phiếu giá trị (được xác định theo hệ số P/B) kém hơn thị trường trong khoảng thời gian một năm hoặc hai năm xen kẽ, cho dù chúng vẫn nổi trội trong nhóm. Lý do các chiến lược giá trị vượt trội hơn là bởi một phần nhỏ giá trị cũng mang lại hiệu quả to, lớn mặc dù các nhân tố thị trường đã đúng về cổ phiếu giá rẻ nhất - chúng thực sự rất kém cỏi.

Hãy tưởng tượng chúng ta sẽ được gì nếu có thể sàng lọc các cổ phiếu giá trị không chỉ về giá mà còn về cả chất lượng, nhận được không chỉ tất cả những lợi ích của việc trả một mức giá hợp lý mà còn loại bỏ được các cổ phiếu có khả năng hoạt động kém. Nhà đầu tư hành vi dựa trên quy tắc hiểu rằng giá cả phải luôn luôn được gắn liền với chất lượng và tìm kiếm không chỉ những món hời mà còn phải là những doanh nghiệp tốt nữa.

Cố vấn của Warren Buffett, Benjamin Graham, một tín đồ của những phương thức đầu tư mà Buffett gọi là “đầu lọc xì gà”. Graham chọn những mẩu đầu lọc xì gà bị vứt bỏ của các công ty và rít một hơi cuối cùng, cho dù sau đó họ sẽ bị phá sản. Chiến thuật đầu tư “net-net” của Graham đánh giá các công ty chỉ dựa trên tài sản ròng gần đây của nó. Ông hy vọng mua các công ty dưới giá trị thanh lý để ngay cả khi họ đã bị bỏ đi (giống như đầu lọc xì gà), ông vẫn có lợi nhuận từ vận rủi của họ.

Buffett bắt đầu sự nghiệp bằng cách sử dụng chiến thuật net-net tìm kiếm những công ty như thế, song ông sớm nhận ra rằng chúng ngày càng trở nên khan hiếm hơn so với thời điểm Graham đầu tư trong suốt cuộc Đại suy thoái. Không lâu sau, Buffett bắt tay hợp tác với Charlie Munger, người đã dạy cho ông một bài học quan trọng nhất trong cuộc đời đầu tư của ông, rằng “mua một công ty tuyệt vời với mức giá hợp lý tốt hơn nhiều so với mua một công ty hợp lý ở mức

giá tuyệt vời."[188]

[188] *Gray and Carlisle, Quantitative Value, p. 36.*

Chúng ta đã thảo luận về việc trả mức giá hợp lý trong phần trước - giờ chúng ta hãy tập trung vào tìm kiếm một công ty tuyệt vời.

Ngoại trừ các mẩu đầu lọc xì gà

Sự kết hợp của giá cả hợp lý và hoạt động kinh doanh tốt là dấu hiệu của đầu tư theo hành vi dựa trên quy tắc vì chúng thừa nhận tính không chắc chắn của tương lai. Chúng ta không biết thị trường hoặc cổ phiếu đã lựa chọn sẽ có tương lai thế nào, vì vậy tốt nhất là mua cổ phiếu với một vài vòng đệm về cả giá và chất lượng. Theo như ngôn ngữ đầu tư, chúng ta đang đào hào để củng cố sức mạnh chống lại một ngày mai không biết trước. Chẳng ai mô tả khái niệm này độc đáo như LouAnn Lofton:

"Hãy liên tưởng đến một con hào giống như con hào bao quanh lâu đài trong truyền thuyết, nhằm bảo vệ cô gái tóc dài xinh đẹp khỏi lũ rồng đói và những gã hoàng tử háo sắc. Và trong thế giới kinh doanh, con hào đó có vai trò bảo vệ công ty và tiềm năng tạo ra lợi nhuận của nó khỏi các công ty đói khát và đầy ham muốn. Đó có thể là bất cứ thứ gì riêng biệt khỏi một công ty và mang lại cho nó một lợi thế lớn hơn đối thủ cạnh tranh, dẫn đến lợi nhuận cao hơn trong thời gian dài hơn."[189]

[189] *Lofton, Warren Bufett Invests Like a Girl, p. 56.*

Đó là một ý tưởng rất trực quan (suy cho cùng thì ai lại muốn mua những doanh nghiệp vô giá trị chứ?), nhưng sẽ rất khó tìm ra được yếu tố khác biệt mô tả chính xác chất lượng trong khi chúng vẫn đang dự đoán lợi nhuận được cải thiện trong tương lai. Một sai lầm phổ biến mà các nhà đầu tư mắc phải khi đánh giá chất lượng của một công ty là cố gắng xác định xem liệu hàng hoá và dịch vụ mà họ cung cấp có đóng góp quan trọng cho cuộc sống của chúng ta không, điều này hoàn toàn khác hẳn so với việc có lựa chọn đầu tư đó hay không. Một trong những yếu tố khiến cho việc đầu tư tốt trở nên khó khăn như vậy là đầu tư kém hiệu quả thường bắt đầu với một nửa sự thật, chẳng hạn như "ngành công nghiệp cách mạng phải tạo ra cuộc cách mạng kiếm tiền".

Hãy cùng lấy ví dụ về trường hợp của máy bay. Thật khó tìm ra được công nghệ nào mà có ảnh hưởng lớn đến cách chúng ta sống và làm việc hơn là khả năng di chuyển nhanh chóng và rẻ mạt ở khoảng cách tương đối xa. Hiệp hội Kiểm soát Không lưu Quốc gia báo cáo

rằng chỉ riêng ở Mỹ đã có hơn 87.000 chuyến bay mỗi ngày! Tuy nhiên, đầu tư vào ngành công nghệ tuyệt diệu, thay đổi cuộc sống này gần như luôn luôn là một ý tưởng tồi tệ. Warren Buffett, một người đam mê hàng không đã thực hiện một số khoản đầu tư tai hại vào các hãng bay, phát biểu rất văn hoa trong cuộc trò chuyện với tạp chí Telegraph của Anh:

"Nếu một nhà tư bản có mặt tại hãng hàng không Kitty Hawk vào đầu những năm 1900, ông ta nên bắn chết Orville Wright. Bởi làm thế ông ta sẽ giữ được tiền của cho con cháu. Nhưng nghiêm túc mà nói việc kinh doanh hàng không đã trở nên bất thường. Nó ngốn hết mọi nguồn vốn trong thế kỷ vừa qua hơn bất cứ hoạt động kinh doanh nào khác bởi vì mọi người dường như có vẻ vẫn tiếp tục quay lại và đổ thêm nguồn tiền mới vào đó. Bạn phải chịu các chi phí cố định rất lớn, chịu đựng những liên đoàn lao động quyền lực và phải định giá hàng hóa. Đó không phải là công thức tuyệt vời để thành công. Hiện tôi có một số điện thoại đầu 800 (số điện thoại gọi miễn phí) để gọi nếu có nhu cầu mua cổ phiếu hàng không. Tôi gọi vào lúc 2 giờ sáng và nói: 'Tôi là Warren và là một người cuồng máy bay'. Và rồi họ làm tôi choáng váng."[190]

[190] T. Reed, 'Bufett Decries Airline Investing Even Tough at Worst He Broke Even', Forbes (May 13, 2013).

Giống như câu chuyện hàng không, Internet đã cách mạng hóa cuộc sống của chúng ta, nhưng không phải lúc nào cũng mang lại lợi nhuận đầu tư thích đáng. Ngày nay, mỗi phút người sử dụng Internet gửi tới 204 triệu email, và thay đổi mãi mãi cách chúng ta tương tác. Facebook, với mục tiêu kết nối nhân loại, đã vượt qua con số 1 tỷ người sử dụng. Twitter giờ đây tự hào với hơn 370.000 lượt truy cập mỗi phút và có tác động mạnh tới nỗi một tài khoản tweet giả mạo cũng đủ sức xóa đi 130 tỷ USD giá trị từ thị trường chứng khoán vào năm 2013. Không thể phủ nhận thành công rõ ràng của Internet, nhưng như trường hợp máy bay trước đó, các cổ phiếu trong lĩnh vực Internet thường khiến nhà đầu tư nhầm lẫn tác động xã hội với chất lượng đầu tư.

A Random Walk Down Wall Street đã mô tả lợi nhuận trở nên lỗi thời trong giai đoạn bong bóng Internet như thế này:

"Bằng cách nào đó trong thế giới Internet mới dũng cảm, hoạt động bán hàng, doanh thu và lợi nhuận không có ý nghĩa nào cả. Thay vào đó, để đánh giá các công ty Internet, các nhà phân tích sẽ xem xét 'eyeballs' - số lượt theo dõi hoặc 'truy cập' một trang web. Đặc biệt quan trọng là số lượng người mua gắn kết - người đã dành ít nhất 3

phút trong một trang web. Mary Meeker đặc biệt quan tâm tới Drugstore.com bởi vì có tới 48% eyeballs của trang web là người mua gắn kết'. Chẳng ai quan tâm liệu những người mua gắn kết này đã từng bỏ ra bất kỳ khoản tiền thực sự nào chưa. Hoạt động bán hàng đã lỗi thời. Cổ phiếu Drugstore.com đạt 67,50 USD trong thời kỳ bong bóng năm 2000. Một năm sau, khi eyeballs bắt đầu quan tâm đến lợi nhuận, thì nó chỉ còn là một cổ phiếu rẻ tiền (penny stock)."

Burton Malkiel đã nói rất khôn ngoan, "then chốt để đầu tư không phải là tầm ảnh hưởng của một ngành công nghiệp đến xã hội như thế nào hoặc thậm chí nó sẽ tăng trưởng bao nhiêu, mà chính là khả năng tạo ra và duy trì lợi nhuận."[191]

[191] *Malkiel, Random Walk, p. 97.*

Lợi nhuận có thực sự là lợi nhuận?

Nếu đã đoán trước những ý tưởng cách mạng mới sẽ không giúp chúng ta trên con đường trở nên giàu sang, có lẽ chúng ta nên xem xét thước đo căn bản hơn của lợi thế cạnh tranh như biên lợi nhuận (profit margin). Tóm lại, biên lợi nhuận rộng dường như thể hiện độ rộng của con hào và nhạy hơn so với các thước đo phi tài chính được sử dụng để đánh giá khả năng thất bại của các công ty khởi nghiệp.

James O'Shaughnessy sử dụng biên lợi nhuận để kiểm tra tác động của việc đầu tư vào các cổ phiếu thập phân vị hàng đầu và so sánh kết quả này với việc mua toàn bộ cổ phiếu cùng đặc tính. Nếu bắt đầu từ ngày 31 tháng 12 năm 1963, mỗi năm bạn đầu tư 10.000 USD vào 10% cổ phiếu có biên lợi nhuận cao hàng đầu, thì cuối năm 2009 bạn sẽ có 911.179 USD, tỷ suất lợi nhuận gộp là 10,31%. Một kết quả ấn tượng, cho đến khi bạn xem xét trường hợp bạn chẳng phải hao tâm tốn sức lựa chọn gì nếu mua tất cả các cổ phiếu cùng loại. Một khoản đầu tư vào chỉ số đó mang lại lợi nhuận 11,22% mỗi năm và con số cuối cùng là 1.329.513 USD. Bởi vì đầu tư hợp lý vào các cổ phiếu có lợi nhuận cao nhất, bạn sẽ phải trả một khoản chi phí cơ hội hơn 400.000 USD! Kết quả này chứng thực cho phát hiện của công ty Tweedy, Browne rằng các cổ phiếu đầu lọc xì gà không sinh lời vượt trội hơn các nhóm tương tự có lợi nhuận 2,4% mỗi năm.

Chuyện gì thế này? Nếu đoán trước được xu hướng khiến chúng ta bị suy giảm lợi nhuận và xem xét lợi nhuận có xu hướng kém hơn, vậy chúng ta nên chuyển sang tìm kiếm chất lượng từ đâu? Giống hệt trong đầu tư, yếu điểm của biên lợi nhuận là bằng chứng về chất lượng bắt nguồn từ tâm lý học.

Nhớ lại phần thảo luận trước về đầu tư hành vi, chúng ta thừa nhận rằng sự dư thừa không bao giờ tồn tại vĩnh viễn. Bởi lẽ bản chất của con người là luôn luôn áp đặt thực tế hiện tại cho tương lai. Nếu hôm nay là một ngày tồi tệ của bạn, thì có vẻ như mặt trời sẽ không bao giờ mọc nữa. Tương tự, chúng ta cũng luôn cho rằng vận may của một công ty sẽ tồn tại mãi mãi, mặc dù sự thật ngược lại hoàn toàn. Những công ty có lợi nhuận khổng lồ thường hay chế nhạo đối thủ cạnh tranh, lại chẳng đả động gì tới xu hướng kết quả trở về mức trung bình. Khi cố gắng xác định chất lượng của một doanh nghiệp, tốt nhất bạn nên nhớ rằng các nhà lãnh đạo xuất chúng thường có xu hướng lựa chọn người thay thế tầm thường hơn và những giai đoạn có thu nhập tốt nhất thường kèm theo sau một tương lai kém ấn tượng hơn. Theo lời của nhà thơ Robert Frost là:

> Thời thanh xuân tự nhiên mang sắc vàng
>
> Sắc thời gian khó lưu giữ nhất
>
> Thuở ban đầu lá tự là hoa
>
> Nở - tàn chỉ trong khoảnh khắc
>
> Rồi lá trở về kiếp lá
>
> Địa đàng chìm trong tiếc nhớ
>
> Bình minh hoá thành ngày dài
>
> Chẳng gì tồn tại mãi mãi.

Những giai thoại được chia sẻ ở trên minh chứng cho việc đầu tư rất khó khăn và làm nổi bật sự cần thiết phải có phương pháp có hệ thống, bởi một cách thẳng thắn, một số mục của đầu tư dựa trên số liệu xác thực không có tính logic. “Mặc dù rất trực quan rằng cổ phiếu có lợi nhuận cao và lợi nhuận cao có nghĩa là khoản đầu tư tốt, thì các dữ liệu dài hạn cho thấy ý nghĩa khác. Đó là vì đầu tư thành công chủ yếu dựa vào việc mua cổ phiếu có triển vọng tốt, nhưng hiện tại các nhà đầu tư đang có kỳ vọng rất thấp”. Nhận định của James O'Shaughnessy nói lên rằng: chúng ta phải tìm kiếm những công ty bị ghét bỏ mà có triển vọng tăng trưởng trong tương lai nhưng công chúng đầu tư chưa thấy rõ. Rất dễ dàng tìm kiếm các cổ phiếu không được ưa chuộng. Giá cổ phiếu liên quan trực tiếp đến các biện pháp đo lường giá trị thích hợp mang đến một cái nhìn ngắn gọn đầy đủ về kỳ vọng lợi nhuận trong tương lai cho các nhà đầu tư; giá càng thấp cổ phiếu càng không được yêu thích. Tuy đánh giá khả năng lợi nhuận trong tương lai phức tạp hơn nhiều, nhưng chúng ta

cũng có rất nhiều manh mối.

Qua bình luận của Jason Zweig về kiệt tác *The Intelligent Investor* của Ben Graham, chúng ta có thể rút ra vài manh mối như sau:

"Một số nguồn lực có thể mở rộng con hào bảo vệ một công ty như: nhận dạng thương hiệu mạnh (ví dụ khách hàng còn xăm logo của Harley Davidson lên người); độc quyền hoặc gần như độc quyền trên thị trường; quy mô kinh tế, hoặc khả năng cung cấp số lượng lớn hàng hóa hoặc dịch vụ với giá rẻ (ví dụ như nhãn hiệu Gillette, chỉ lưỡi dao cạo nhỏ bé cũng mang lại hàng tỷ USD); tài sản vô hình độc đáo (chẳng hạn Coca-Cola với công thức hương vị si-rô bí mật không có giá trị vật chất thực sự nhưng lại có giá trị vô giá đối với người tiêu dùng); khó thay thế (hầu hết các doanh nghiệp không có nguồn năng lượng nào thay thế điện năng, vì vậy các công ty dịch vụ công cộng gần như sẽ không bị thay thế)."[192]

[192] *Graham and Zweig, The Intelligent Investor, p. 304.*

Khi bạn tìm thấy một công ty sở hữu một trong những đặc điểm đề cập ở trên và đang giảm giá, có thể bạn đã gặp được một con hào lớn là dấu hiệu của đầu tư hành vi.

Phân biệt cừu và dê

Giáo sư chuyên ngành kế toán Joseph Piotroski - người anh hùng chưa được thừa nhận về định giá giá trị kết hợp với chất lượng, muốn xác định xem ông có thể lấy tinh bỏ thô bằng cách sử dụng các biện pháp kế toán và tạo ra một thước đo đơn giản đã làm nên cuộc cách mạng trong đầu tư giá trị. Ông đã nói: "Thành công của chiến lược (giá trị) phụ thuộc vào kết quả kinh doanh cực tốt của một số doanh nghiệp, đồng thời chịu đựng kết quả kém cỏi của nhiều công ty đang xấu đi. Cụ thể, tôi nhận ra rằng gần 44% trong số tất cả các doanh nghiệp có hệ số BM[193] cao đều có lợi nhuận điều chỉnh thị trường tích cực trong hai năm sau khi hình thành danh mục đầu tư. Với các kết quả đa dạng được thực hiện trong danh mục đầu tư đó, nhà đầu tư có thể được hưởng lợi từ việc phân biệt giữa các công ty mạnh và yếu, tương tự như khoản tiền tố bài trong trò xì-dách. Bài viết này đặt ra một câu hỏi là khi áp dụng cho các cổ phiếu không được ưa chuộng thì liệu một phương pháp thử đơn giản, dựa trên các báo cáo tài chính có xác định được các doanh nghiệp có triển vọng cao và doanh nghiệp có triển vọng thấp không."[194]

[193] *Hệ số BM (Book to Market) Hệ số Giá ghi sổ trên Giá thị trường cao, nghĩa là giá thị trường của cổ phiếu thấp hơn giá ghi sổ.*

[194] *J.D. Piotroski, 'Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers', University of Chicago Graduate School of Business (2002).*

Nói theo ngôn ngữ tiếng Anh đơn giản, là làm thế nào chúng ta phân biệt được các cổ phiếu có giá rẻ vì nguyên nhân nào đó và những công ty tốt có giá rẻ vì lý do tâm lý?

Giáo sư Piotroski đưa ra chín tiêu chí đánh giá chất lượng mà sau này được gọi là tiêu chuẩn Piotroski F-score. Tiêu chuẩn F-score xem xét lợi nhuận, đòn bẩy và hiệu quả hoạt động để xác định xem liệu một công ty có cơ sở tài chính vững chắc trong hiện tại và, có lẽ quan trọng hơn, có xu hướng phát triển tốt không. Với mỗi chỉ số dương ông cho một điểm, điểm tối đa của F-score là 9. Chín tiêu chí đó như sau:

1. Thu nhập ròng: Nhân tố mấu chốt này có dương không?

2. Dòng tiền phát sinh từ hoạt động kinh doanh: Dòng tiền trong mười hai tháng có dương không?

3. Hệ số lợi nhuận trên tài sản[195]: Liệu ROA có tăng qua các năm không?

4. Chất lượng của thu nhập: Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh năm ngoái có vượt quá ROA không?

5. Nợ dài hạn so với tài sản: Nợ dài hạn có giảm tương đối so với tài sản không?

6. Hệ số khả năng thanh toán nợ ngắn hạn: Có tăng vốn lưu động không?

7. Số cổ phiếu lưu hành trên thị trường: Liệu số cổ phiếu này có bị pha loãng trong năm trước không?

8. Tỷ lệ biên lợi nhuận gộp: Tỷ lệ này có tăng hàng năm không?

9. Hệ số vòng quay tổng tài sản: Doanh số bán hàng tăng có liên quan đến giá trị tài sản không?

[195] *Return on assets. (ROA)*

Bạn không cần hiểu rõ từng tiêu chí của F-score mới được hưởng lợi ích từ nó. Tiêu chí Piotroski được tạo ra để xác minh các công ty sinh lời có quản lý được nợ, có lợi cho các cổ đông và hoạt động có hiệu

quả vượt trội so với các công ty có điểm thấp hơn không và thực sự họ đã làm được. Trong "Đầu tư giá trị: Sử dụng số liệu báo cáo tài chính để phân biệt cổ phiếu tốt và cổ phiếu tồi", ông đã chứng minh rằng một danh mục đầu tư có nhiều công ty có F-score nhất (số điểm 8 hoặc 9) và giảm bớt số cổ phiếu có F-score thấp nhất (số điểm trong khoảng 0 và 2) có lợi nhuận hàng năm là 23% trong giai đoạn 1976 và 1996.[196] Bằng chứng này cho thấy nếu mua các cổ phiếu giá rẻ là tốt, thì mua các cổ phiếu giá rẻ chất lượng cao còn tốt hơn rất, rất nhiều.

Một nhà đầu tư huyền thoại khác - Joel Greenblatt đã xây dựng tên tuổi cho mình bằng cách hệ thống hóa phương pháp mua một công ty tuyệt vời với giá cả hợp lý theo Buffett-Munger. Năm 1985, Greenblatt đã thành lập quỹ Gotham Capital với số tiền vừa đủ 7 triệu USD, chủ yếu huy động từ vua đầu cơ trái phiếu Michael Milken.[197] Trong 21 năm tiếp theo, Greenblatt đã tạo dựng được một trong những sự nghiệp ấn tượng nhất từng có trên Phố Wall và trở thành tỷ phú nhờ đạt tỷ suất lợi nhuận hàng năm 34% cho các nhà đầu tư.[198] Nhưng có chuyện rất buồn cười đã xảy ra trên con đường trở thành siêu giàu của ông; Greenblatt phát hiện ra rằng với quỹ phòng hộ phức tạp của mình, ông có thể nâng cao hiệu quả như ý muốn mà không liên quan đến thị trường chỉ nhờ vào hai biến số.

[197] en.wikipedia.org/wiki/Joel_Greenblatt

[198] S. Max, 'Writing a Bigger Book', Barron's (August 23, 2014).

Với mong muốn càng đơn giản hóa đầu tư giá trị càng tốt, Greenblatt đã tạo ra "một chiến lược đầu tư lâu dài với mục đích giúp các nhà đầu tư mua được nhóm công ty trên trung bình, với giá thấp hơn giá trung bình" bằng cách đặt một biến đại diện cho giá và một biến đại diện cho chất lượng. Ông sử dụng chỉ số lợi tức cổ phiếu (Earnings Yield = EPS/P, về cơ bản, là nghịch đảo của chỉ số P/E) như là phương thức đo lường chất lượng ưa thích để xác định giá trị và lợi tức trên vốn (ROC). Công thức Ma thuật của Greenblatt có vẻ đơn giản, nhưng kết quả nó tạo ra lại rất tuyệt vời. Ban đầu Công thức Ma thuật gồm các cổ phiếu có vốn hóa thị trường trên 50 triệu USD và tạo ra các kết quả đáng chú ý được thể hiện trong Bảng 6.

Ngay cả khi áp dụng cho các công ty có vốn hóa lớn hơn (vốn hóa thị trường hơn 1 tỷ USD), Công thức Ma thuật đã mang lại lợi nhuận 19,7% mỗi năm từ 1988 đến 2009 - khoảng thời gian có rất nhiều biến động xấu. Mặc dù gọi đó là Công thức Ma thuật, song chẳng có phép thuật nào trong cách tiếp cận của Greenblatt. Ông chỉ đơn giản thực hiện từng bước kết hợp giá trị với chất lượng một cách trực

quan, nếu chưa được sử dụng, và để mặc kết quả tự nói lên tất cả. Cũng giống như Piotroski, phương pháp của Greenblatt có hiệu quả vì chúng xác định được liệu công ty có đang sử dụng các nguồn lực của mình một cách khôn ngoan không - chỉ thế thôi. Một quỹ quản lý khôn ngoan mua được các nguồn lực với giá cạnh tranh thì luôn luôn có lợi cho nhà đầu tư.

Trong kinh doanh cũng như trong cuộc sống, thời điểm khó khăn luôn là vấn đề của khi nào và nếu như. Như mọi khi, Warren Buffett đã bình luận đầy hài hước: “Tôi luôn cố gắng mua cổ phiếu của những doanh nghiệp tuyệt vời đến nỗi một kẻ ngốc cũng có thể điều hành chúng hiệu quả, bởi vì sớm hay muộn kẻ đó cũng sẽ xuất hiện.” Cho dù khó khăn là kết quả của một nhà quản lý ngu dốt, nền kinh tế bị chững lại hay các thay đổi về mặt luật pháp, thì lời khuyên vẫn như vậy - hãy quan tâm đến chất lượng. Khó khăn là chắc chắn, lợi nhuận thì chưa chắc, chất lượng là sự đảm bảo tốt nhất rằng một ngày nào đó thị trường sẽ hứng thú với cổ phiếu của bạn một lần nữa.

Giống như việc trả giá hợp lý là công cụ quản lý rủi ro không được công nhận, việc đánh giá chất lượng cổ phiếu bạn mua có chức năng tương tự. Cho dù lựa chọn thước đo là tài sản thương hiệu, lợi nhuận trên vốn hay hiệu quả vận hành, bạn có thể tự tin nói rằng bạn đã mua một công ty đáng sở hữu trong tương lai. Ben Graham từng phát biểu rằng, “Trong ngắn hạn thị trường là một máy đếm phiếu bầu nhưng về lâu dài nó là một cái cân.” Giá cả cho bạn biết thị trường đang bỏ phiếu cho cổ phiếu của bạn tại thời điểm nào. Còn chất lượng là kim chỉ nam tốt nhất về việc cuối cùng chúng sẽ được đánh giá thế nào.

Kết quả theo Công thức Ma thuật (%)		Kết quả của chỉ số S&P 500 (%)
1988	27,1	16,6
1989	44,6	31,7
1990	1,7	-3,1
1991	70,6	30,5
1992	32,4	7,6
1993	17,2	10,1
1994	22	1,3
1995	34	37,6
1996	17,3	23
1997	40,4	33,4
1998	25,5	28,6
1999	53	21
2000	7,9	-9,1
2001	69,6	-11,9
2002	-4	-22,1
2003	79,9	28,7
2004	19,3	10,9

Bảng 6 - So sánh kết quả đầu tư theo Công thức Ma thuật của Greenblatt với chỉ số S&P 500 từ 1988-2004[199]

[199] *'Magic Formula Investing - In 3 Steps', theintelligentinvestor.com (June 11, 2010).*

Thực hành

Suy nghĩ: "Chất lượng được công nhận theo thời gian."

Đặt câu hỏi: "Liệu thương hiệu này có thể đưa ra các quy tắc riêng của nó không?"

Hành động: Hãy chuẩn bị trả nhiều hơn một chút cho chất lượng.

3. Đề phòng cạm bẫy (PITFALLS)

“Đó là một mánh lới. Những kẻ thao túng thị trường chứng khoán đang quanh co.”

- Al Capone

Độc giả đáng mến - mặc dù chúng ta chưa có cơ hội gặp mặt, nhưng tôi cảm giác mình hiểu rõ các bạn. Thực tế, tôi cảm thấy đủ hiểu bạn để đưa ra một số giả thuyết về tính cách của bạn. Lấy ví dụ nhé. Hãy xem các đặc điểm dưới đây đúng thế nào về con người bạn:

Dù người khác cho rằng bạn rất tự chủ, thực chất trong lòng bạn thường cảm thấy lo lắng và bất an. Bạn có một nhu cầu to lớn là được người khác ngưỡng mộ mình và nó đã ảnh hưởng đến các quyết định của bạn. Dù giờ vẫn chưa làm được điều gì lớn lao, nhưng bạn vẫn tin rằng cuối cùng ngày đó sẽ đến. Bạn cảm thấy như thể có rất nhiều tiềm năng của mình chưa được khai thác hết. Bạn tự hào mình là một nhà tư tưởng độc lập luôn cân nhắc các ý tưởng trước khi chấp nhận chúng. Bạn thích có một lượng thay đổi và đa dạng nhất định và trở nên bất mãn khi bị vây hãm trong những giới hạn và hạn chế. Bạn biết mình không hoàn hảo, nhưng có thể sử dụng điểm mạnh để bù đắp cho điểm yếu của bản thân.

Vậy, tôi đã làm thế nào? Với thang điểm từ 1 đến 5, với điểm 5 là chính xác nhất, hãy cho tôi biết tôi mô tả tính cách của bạn chính xác như thế nào? Nếu bạn giống đa số mọi người, bạn có thể xếp hạng mô tả của tôi là 4 hoặc 5 điểm điều này sẽ khiến bạn bối rối vì chúng ta chưa từng gặp nhau.

Phần trên là minh họa cho hiệu ứng Barnum, hoặc còn gọi là hiệu ứng Chiếc bánh may mắn. Hiệu ứng Barnum được đặt tên theo P.T. Barnum - người sáng lập ra gánh xiếc nổi tiếng. Barnum nổi tiếng với phát ngôn “cứ mỗi một phút lại có một kẻ cả tin ra đời” và sử dụng kiến thức về những người cả tin để khiến họ nhả tiền ra. Mặc dù hiểu biết về người nhẹ dạ của Barnum ra đời từ rạp xiếc nhưng chắc chắn nó còn xuất sắc hơn của rất nhiều nhà nghiên cứu được đào tạo chính thức. P.T. Barnum hiểu rõ hiện tượng mà các nhà tâm lý học gọi là thiên kiến xác nhận, hoặc xu hướng con người luôn tìm kiếm thông tin củng cố quan niệm của bản thân.

Khi chúng ta tiếp nhận phản hồi, đồng thời có hai động thái xảy ra tạo nên hiện tượng thiên kiến xác nhận rộng hơn. Động thái đầu tiên là tự xác minh, là xu hướng củng cố niềm tin hiện có. Thứ hai là tự đề cao bản thân, qua đó chúng ta chỉ chú ý vào thông tin làm cho chúng ta cảm thấy bản thân tốt hơn. Chức năng của hai động thái này rất rõ ràng - duy trì lòng tự trọng và cảm giác tự tin của chúng

ta. Nói chung, hành vi này mang tính tích cực; suy cho cùng thì ai không muốn cảm thấy tự hào về bản thân chứ?

Tuy nhiên, những động thái này đạt hiệu quả tối ưu trong một số trường hợp - bao gồm cả khi niềm tin sâu sắc hoặc lòng tự trọng của chúng ta bị thách thức. Thiên kiến xác nhận trở nên rắc rối nếu nó khiến chúng ta giữ nguyên hiện trạng khi đối mặt với thông tin không minh bạch hoặc bỏ qua phản hồi thực tế, tiêu cực về chính chúng ta. Trong những trường hợp này, nhu cầu cảm thấy tài giỏi có thể làm chúng ta bỏ qua các cảnh báo và có một cái nhìn quá lạc quan về tương lai.

Bạn có thể nghĩ như thế có gì không tốt, nhưng nó sẽ ảnh hưởng thế nào đến đời sống đầu tư của bạn? Ừm, chẳng liên quan gì đến *con người kinh tế* đầy lý trí được thừa nhận từ lâu bởi các nhà lý thuyết thị trường hiệu quả, khuynh hướng tham gia vào thiên kiến xác nhận của bạn thể hiện khi ra các quyết định về tài chính cũng như về những khía cạnh khác trong cuộc đời bạn. Thực tế, việc đặt cược cao và bản chất không chắc chắn của việc ra quyết định tài chính thậm chí có thể khiến bạn mắc sai lầm còn lớn hơn.

Thông qua cơ chế này hay cơ chế khác, bạn đã hình thành cái nhìn về hoạt động của thị trường tài chính. Tương tự như vậy, bạn có một danh mục đầu tư chồng chất, một số trong đó đắt đỏ hơn nhiều so với cái khác (chẳng hạn như cổ phiếu của G.E. mà người dì Bertha quá cố của bạn đã khuyên bạn không được bán, cầu cho linh hồn bà ấy được yên nghỉ). Với mỗi loại tài sản này, có rất nhiều chỉ số cho thấy tình trạng tương đối của tài sản cơ bản, nhưng vì muốn duy trì quan điểm về tài năng của mình và không muốn đi ngược với lời khuyên khôn ngoan của dì Bertha, bạn sẽ có khuynh hướng tập trung vào các thông tin nói lên điều bạn muốn nghe.

Đặc điểm của một nhà đầu tư hành vi dựa trên quy tắc là cô ấy có thể trở thành một nhà khoa học chân chính - tìm kiếm thông tin vừa củng cố vừa thách thức giả thuyết ban đầu của cô ấy. Nhà khoa học thực sự hiểu rằng tuy 'Tại sao đây có thể là một khoản đầu tư tốt?' là một câu hỏi hay, nhưng câu hỏi 'Tại sao tôi có thể sai?' còn đẳng cấp hơn rất nhiều.

Nếu "Tính sở hữu" là dấu hiệu cho thấy một cổ phiếu có chất lượng cao, thì "Đề phòng cạm bẫy" giúp chúng ta quản lý rủi ro bằng cách đảm bảo rằng cổ phiếu đó không có chất lượng thấp. Warren Buffett nói, "Một nhà đầu tư gần như chẳng cần phải làm nhiều nếu anh ta tránh được những sai lầm lớn." Nhưng như bạn sẽ thấy trong câu chuyện tiếp theo của chúng ta, những cân nhắc để đánh giá một đầu

tư là tốt phù hợp với bản tính tự nhiên của con người hơn rất nhiều so với các suy xét sâu sắc về rủi ro tiềm ẩn.

Nhìn kìa! Ai đó đã viết chữ "cả tin" lên trần nhà

Stephen Greenspan là một nhà tâm lý học và tác giả của cuốn *Annals of Gullibility: Why We Get Duped and How to Avoid It*. Cuốn sách của Greenspan liệt kê các trường hợp nổi tiếng về tính cả tin, bao gồm cả Con ngựa gỗ thành Troy, sự thất bại trong việc định vị vũ khí hủy diệt hàng loạt ở Iraq và mặt tiêu cực của khoa học quanh công nghệ hợp hạch lạnh. Phần lớn cuốn sách tập trung nói về các giai thoại, nhưng chương cuối cùng đã mổ xẻ lý do tại sao chúng ta dễ bị lừa và quy vào sự kết hợp của một số đặc trưng sau:

• **Áp lực xã hội:** Gian lận thường xảy ra trong "các nhóm tương đồng" chẳng hạn như những người có cùng nguồn gốc tôn giáo.

• **Khả năng nhận thức:** Ở một trình độ nào đó, bị lừa gạt cho thấy sự thiếu kiến thức hoặc tư tưởng rõ ràng (nhưng không hẳn kém thông minh).

• **Tính cách:** khuynh hướng hướng tới niềm tin và khó nói "không" có thể dẫn đến bị lợi dụng.

• **Cảm xúc:** viễn cảnh của một vài ngày lĩnh tiền đáng nhớ (ví dụ như niềm vui sướng vì kiếm tiền một cách dễ dàng) thường là chất xúc tác gây ra các quyết định đáng ngờ.

Đây là một lĩnh vực còn chưa được nghiên cứu nhiều Stephen Greenspan cũng là một nhân vật trong đó theo đúng nghĩa đen. Ông không chỉ nổi tiếng là chuyên gia nghiên cứu về tính cả tin, mà còn là chuyên gia cả tin. Bạn sẽ hết sức ngạc nhiên khi biết rằng ông đã mất 30% tài sản vì siêu lừa Bernie Madoff.

Đánh giá một cách công bằng về tính cả tin của mình, Greenspan đã viết trên *Wall Street Journal:*

"Trong trường hợp của cá nhân tôi, quyết định đầu tư vào quỹ Rye đã phản ánh cả sự thiếu hiểu biết về tài chính lẫn sự không sẵn lòng khắc phục sự thiếu hiểu biết đó. Để bổ sung kiến thức tài chính và khắc phục tính lười biếng của bản thân trong lĩnh vực tài chính, tôi đã quyết định (hoặc động não) tìm kiếm các cố vấn có kiến thức về tài chính và tin tưởng vào phán đoán cùng khuyến nghị của họ. Sự tìm tòi này đã có ích cho tôi trong quá khứ và chẳng có lý do gì để hoài nghi ích lợi của nó với tôi trong trường hợp này.

Điều bí ẩn thực sự trong câu chuyện Madoff không phải ở chỗ những nhà đầu tư cá nhân ngây thơ như tôi tin tưởng rằng đầu tư đó là an toàn, mà ở chỗ rất nhiều người có kiến thức về tài chính đã bỏ qua những rủi ro và dấu hiệu cảnh báo, bao gồm cả các giám đốc điều hành có mức lương thưởng cao ngất, quản lý hàng loạt quỹ trung chuyển giúp con tàu Madoff băng băng trên mặt nước. Câu trả lời một phần là thuật toán đầu tư của Madoff (cùng với các khía cạnh khác trong hoạt động của ông ta) là một bí mật được bảo vệ chặt chẽ và rất khó xâm nhập, và đồng thời cũng do tác động của quá trình cảm xúc và tự lừa dối mạnh mẽ (giống như tất cả các trường hợp bị lừa gạt khác). Nói cách khác, họ có quá nhiều lý do để gạt bỏ ý tưởng rằng mọi thứ sắp sụp đổ."[200]

[200] S. Greenspan, 'Why We Keep Falling for Financial Scams', Wall Street Journal (January 3, 2009).

Greenspan đã nhận xét rất sâu sắc về việc đưa ra quyết định và động cơ của chính mình. Ông thừa nhận bản thân lệ thuộc vào con đường tắt ("Hãy để người khác suy nghĩ hộ") đã từng hiệu quả trong quá khứ, mà không cần quan tâm đến lý do tại sao nó không còn tác dụng trong khoảng thời gian hiện tại. Tương tự, các chuyên gia trong câu chuyện cũng không quan tâm đến việc kiểm tra nghiêm túc hệ thống đã giúp họ trông giống như các thiên tài! Francis Bacon nói rất hay rằng, "Một khi sự hiểu biết của con người đưa ra một ý kiến thì nó sẽ vận dụng mọi thứ khác để ủng hộ và đồng tình với nó. Và dù có rất nhiều ví dụ chứng minh điều ngược lại, nhưng hoặc nó sẽ bỏ qua, hoặc coi thường hoặc hiểu theo nghĩa khác do đặc tính chối bỏ điều khác biệt; cốt để duy trì tính đúng đắn của các kết luận trước đây của nó thông qua sự mặc định đầy nguy hiểm."

Giống như Irvin Yalom phát hiện ra rằng việc yêu cầu các đôi tình nhân trẻ tuổi suy nghĩ kỹ càng về những rạn nứt tiềm ẩn trong mối quan hệ của họ là hết sức khó khăn, bạn gần như không thể yêu cầu một người đang kiếm được tiền tự hỏi bản thân họ rằng "Tại sao tôi có thể sai lầm?"

Phát hiện rủi ro vô hình

"Đầu cơ là một nỗ lực, có thể sẽ không thành công, để biến một ít tiền thành rất nhiều. Đầu tư là một nỗ lực, mà phải thành công để tránh trường hợp biến rất nhiều tiền thành còn lại rất ít."[201] Phát ngôn của Fred Schwed minh họa cho một khái niệm đơn giản nhưng sâu sắc: một quá trình có hệ thống để xem xét những sai lầm có thể mắc phải khi phân biệt đầu tư và đầu cơ. Nếu điều kiện thiết yếu của đầu tư khôn ngoan là quản lý rủi ro, tại sao chúng ta lại thường

xuyên bỏ qua nó?

[201] *Carlson, Common Sense, p. xiii.*

Câu trả lời đầu tiên là vốn dĩ bản chất của rủi ro là vô hình và chỉ xuất hiện trong tương lai nên rất khó đo lường. Nhà quản lý tài sản huyền thoại Howard Marks đã so sánh rất chính xác rằng quản lý danh mục đầu tư có nhận thức rủi ro giống như xây dựng các tòa nhà có khả năng chống lại động đất. Trước khi mặt đất bắt đầu rung chuyển, không ai đánh giá cao (thậm chí có thể phàn nàn!) về thời gian và số tiền chi thêm để bảo vệ tòa nhà trước những rủi ro trong tương lai. Theo quan sát của Marks, "Quan điểm 'Hãy nhìn những gì tôi đã làm cho bạn' dễ chấp nhận hơn rất nhiều so với 'Hãy nhìn những gì tôi tránh được cho bạn.' Tôi nghĩ hầu hết các bạn sẽ đồng ý rằng mua một chiếc xe có dây an toàn và túi khí là rất thiết thực, ngay cả khi bạn không bao giờ mong muốn bị tai nạn. Tương tự, xem xét những sai lầm có thể xảy ra với các khoản đầu tư tiềm năng là công việc hợp lý của bất kỳ mô hình nào, đặc biệt là vì các nhà đầu tư dài hạn gần như luôn được bảo vệ khỏi 'sự phá sản.'"[202]

[202] *Marks, The Most Important Thing.*

Khó khăn thứ hai của quản lý rủi ro là khuyết điểm tâm lý của chúng ta dẫn đến chủ quan đánh giá rủi ro thấp khi chúng thực sự cao, một khái niệm mà Howard Marks nhắc đến như là tính tai quái của rủi ro. Chúng ta thường nghĩ rằng thị trường giá xuống là rủi ro, song rủi ro thật sự được hình thành trong thời kỳ thịnh vượng và chỉ đơn giản là hiện thực hoá trong giai đoạn xảy ra thị trường giá xuống. Tại thời kỳ hưng thịnh, các nhà đầu tư đẩy giá mua tài sản lên cao, họ trở nên kém sáng suốt hơn và sẵn sàng trả bất cứ mức giá nào để mua được chúng. Các loại rủi ro lớn dần trong các thời kỳ tăng trưởng như vậy, nhưng phần lớn mọi người không phát hiện ra sự leo thang này vì họ còn đang mải mê kiếm tiền. Ở một số thời điểm, cổ phiếu trở nên đắt đỏ, rủi ro trong hầu hết các ngành công nghiệp hoàn toàn được đánh đồng với biến động.

Các giai đoạn lợi nhuận dương ấn tượng làm lãi suất trong thị trường vốn tăng lên và mang lại cảm giác hưng phấn dẫn đến giảm nhận thức về rủi ro. Trong khi đó, việc định giá ngày càng cao dẫn đến tăng nguy cơ lợi nhuận thấp trong tương lai và giá bị đẩy lên mức không bền vững. Nếu bạn đầu tư dựa vào cảm giác thay vì một phương pháp dựa trên nguyên tắc, chắc chắn rằng cảm giác của bạn về rủi ro hoặc an toàn trái ngược hoàn toàn với thực tế của chúng.

Rủi ro có thể là vô hình, nhưng không có nghĩa là chúng ta không đề

phòng được chúng. Như đã biết qua phần trước về chữ P đầu tiên - Giá, trả một mức giá hợp lý là cách đảm bảo được cả hai điều: lợi nhuận cao hơn và rủi ro thấp hơn.

Bước thứ hai chúng ta có thể làm là tuân theo biện pháp mà Charlie Munger của Berkshire Hathaway gọi là "làm ngược lại, hãy luôn làm ngược lại". Khi Munger khuyến khích chúng ta làm ngược lại, nghĩa là ông đang nói chúng ta hãy cân nhắc câu hỏi đặt ra ở đầu chương này - "Tại sao tôi có thể mắc sai lầm?" Tuy đây là một bài học đáng khen ngợi cho từng cá nhân, song ý tưởng rằng chúng ta có thể xem xét toàn bộ niềm tin của bản thân dưới con mắt thực sự khách quan đã bác bỏ phần lớn hiểu biết của chúng ta về thành kiến con người.

Kết quả là, phần lớn nỗ lực quản lý rủi ro của tôi là viện tới sự trợ giúp của các ý kiến phản đối kịch liệt nhất nhằm vào những phương án tối ưu nhất và hoài nghi về giả định của những ý tưởng tuyệt vời. Tôi đã tự phản biện chính mình. Với vai trò phản biện, tôi buộc phải bất đồng với chính mình và bắt đầu tấn công các luận điểm của bản thân, tôi phải chống lại sự thôi thúc tự nhiên để cố gắng tranh luận về quan điểm của 'người kia'. Thực tế, tôi chỉ cho phép mình đặt ra những câu hỏi nhằm hiểu sâu hơn về giả thuyết ngược lại của họ. Tôi có thể hỏi, 'Bạn có thể cho tôi biết thêm về lý do tại sao bạn nghĩ như vậy không?' nhưng sẽ cẩn thận tránh khẳng định kiểu như, 'Bạn sai và tôi sẽ nói cho bạn biết tại sao!'

Nhà đầu tư bình thường sẽ loại bỏ các cổ phiếu kém hiệu quả, đặt câu hỏi sau khi sự việc đã xảy ra và tìm cách áp dụng những bài học này cho lần sau. Nhưng dấu hiệu của một nhà đầu tư tài ba là họ sẽ tiến hành một bản dự thảo rủi ro, tưởng tượng trước điều gì có thể làm sai lệch kỳ vọng về kết quả và điều chỉnh cho phù hợp. Brett Steenbarger - nhà tâm lý học và là một chuyên viên giao dịch đã mô tả về khái niệm này, "Thật vậy, tôi phát hiện ra rằng tỷ lệ lớn các giao dịch thắng của tôi thường bắt đầu bằng việc tập dợt cho các tình huống tiêu cực, các kịch bản nếu - thì mà tôi sẽ huỷ giao dịch. Ngược lại, những giao dịch tồi tệ nhất của tôi bắt đầu với ước tính lợi nhuận đầy tiềm năng."[203]

[203] *Steenbarger, Psychology of Trading, p. 61.*

Michael Mauboussin - chuyên gia về cách ra quyết định đầu tư đã tập hợp các khái niệm này từ lý thuyết và xây dựng một danh sách gồm năm mục:

• **Xem xét lựa chọn thay thế:** Các quyết định không bao giờ được đưa ra riêng lẻ. Lựa chọn này chỉ tốt hay xấu tương đối so với các

lựa chọn khác sẵn có thôi. Hãy tự hỏi: “Lựa chọn tốt nhất tiếp theo của tôi là gì?”

• **Tìm kiếm sự bất đồng:** Đặt những câu hỏi khác nhằm chứng minh quan điểm của bạn là sai. Đừng phản đối, hãy tìm hướng xử lý. Tự hỏi: “Quan điểm của tôi sai ở đâu?”

• **Luôn kiểm tra các quyết định trước đó:** Trước khi đưa ra một quyết định, hãy viết ra lý do tại sao nên làm vậy vào thời điểm này. Sau đó hãy xem lại các ghi chú để xác định xem bạn có suy nghĩ rõ ràng không. Tự hỏi: “Tôi đã mắc sai lầm gì khiến công sức trong quá khứ trở nên vô nghĩa?”

• **Tránh đưa ra các quyết định khi ở trạng thái cực đoan:** Căng thẳng, sợ hãi, tham lam và kích động đều ảnh hưởng tới nhận thức về rủi ro của chúng ta. Trong quá trình ra quyết định không bao giờ vắng mặt cảm xúc, nhưng những cảm xúc cực đoan đi ngược với logic. Tự hỏi: “Thời điểm làm điều này tôi có bị ảnh hưởng bởi cảm xúc không?”

• **Hiểu rõ các ưu đãi:** Ưu đãi tài chính ảnh hưởng rất lớn đến các quyết định đầu tư nhưng chúng ta cũng cần cân nhắc đến các yếu tố khác. Nhà đầu tư phải nhận thức được rủi ro danh tiếng và nghề nghiệp cũng như động cơ thực sự của chúng. Tự hỏi: “Cái tôi sẽ có là được hay mất và nó bóp méo nhận thức của tôi như thế nào?”

Bạn nên lấy làm xấu hổ dù chỉ đánh lừa tôi một lần

Ngoài các cân nhắc điển hình về rủi ro hành vi, doanh nghiệp và thị trường, nhà đầu tư khôn ngoan cũng phải xem xét đến sự tồn tại đáng buồn của những người không có đạo đức trong thế giới tài chính cao cấp. Sự thiếu hụt đạo đức này có thể xảy ra ở bất kỳ đâu từ thế giới đầy rẫy luật lệ nhưng dễ gây nhầm lẫn của các tay phù thuỷ kế toán đến những chiến thuật thối nát của Enron, tất cả đều khiến nhà đầu tư có nguy cơ mất sạch tiền vốn.

Bởi vậy, trách nhiệm của nhà đầu tư hành vi là phải xem xét các góc tối trong hành vi của con người và điều chỉnh cho phù hợp. May mắn cho những kẻ đáng tin hơn trong chúng ta, hiện có rất nhiều công cụ hữu ích và chưa được sử dụng nhằm kiểm tra, đánh giá các rủi ro từ nguy cơ phá sản đến cách phù phép số liệu kế toán. Tuy phạm vi cuốn sách này (và giai đoạn nghiên cứu của tôi) không bao gồm phân tích hoàn chỉnh về các hệ số tài chính, tôi cũng sẽ làm nổi bật một vài mục yêu thích của mình, và tôi đề nghị bạn tự nghiên cứu thêm nếu muốn.

Thang điểm C của Montier

Chữ "C" trong thang điểm C là viết tắt của cụm từ để "cooking the books - nghĩa là phù phép số liệu kế toán". Thang điểm này được nhà đầu tư và lý thuyết hành vi James Montier phát triển nhằm phát hiện các cổ phiếu kém hiệu quả, nhưng cũng có thể hữu ích trong việc kiểm soát lâu dài. Nó xem xét sáu tham số:

1. Sự khác biệt ngày càng lớn giữa thu nhập ròng và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh.

2. Tăng ấn tượng doanh số bán hàng trong ngày.

3. Tăng khả năng bán hàng tồn kho hàng ngày.

4. Tăng tài sản ngắn hạn khác liên quan đến doanh thu.

5. Giảm khấu hao tài sản cố định hữu hình.

6. Mua lại hàng loạt để bóp méo thu nhập.

Mỗi điều kiện sẽ được cho 1 điểm, cổ phiếu nào có tổng số điểm càng lớn nghĩa là càng có khả năng bị sửa đổi số liệu. Montier phát hiện ra các cổ phiếu có thang điểm C cao có tỷ suất lợi nhuận kém hơn so với thị trường Mỹ 8% mỗi năm từ năm 1993 đến năm 2007. Kết hợp thang điểm C với một thước đo định giá còn cho kết quả đáng kinh ngạc hơn. Cổ phiếu có điểm C cao và được đánh giá cao (hệ số P/S lớn hơn 2) kém hơn 14% so với thị trường, và tỷ suất lợi nhuận âm 4%/năm. Các thủ thuật kế toán có thể đánh lừa một số nhà đầu tư trong ngắn hạn nhưng ảnh hưởng lâu dài của chúng là vô cùng tai hại.

Thang điểm Z của Altman

Thang điểm Z là sản phẩm trí tuệ ra đời vào thời điểm huy hoàng nhất trong sự nghiệp của Edward Altman - Giáo sư tài chính Đại học New York. Thang điểm Z là nỗ lực của Altman (và đã rất thành công) nhằm dự đoán công ty nào sẽ phá sản trong vòng hai năm. Từ kết quả phân tích dữ liệu của 66 công ty, Altman có thể dự đoán khả năng phá sản chính xác tới 72% với sai số 6%. Thang điểm Z bao gồm năm yếu tố sau, được đánh giá dựa trên khả năng dự đoán chính xác của chúng:

1. Vốn hoạt động/Tổng tài sản: Xác định tính thanh khoản.

2. Lợi nhuận chưa phân phối/Tổng tài sản: Nhu cầu sử dụng đòn

bẩy.

3. EBIT/Tổng tài sản: Đo lường khả năng sinh lời.

4. Giá trị vốn hoá/Tổng nợ: Tính toán khả năng thanh toán.

5. Doanh số/Tổng tài sản: Đo lường tính hiệu quả.

Tiếp đó Altman đã tạo ra một phiên bản của công thức dành riêng cho các công ty tư nhân, tuy nhiên không nên sử dụng thang điểm Z với các công ty tài chính bởi sự phức tạp và số liệu thiếu rõ ràng của chúng. Điểm nổi bật của thang điểm Z là sẽ giúp bạn tránh đầu tư vào các trường hợp như Enron mà cuối cùng đã thiêu rụi 60 tỷ USD của các nhà đầu tư.

Rủi ro và các kết quả thay thế

Chúng ta luôn cho rằng dự đoán tương lai là yêu cầu cần thiết trong quản lý rủi ro. Tóm lại, nếu có thể đánh bóng quả cầu pha lê hơn một chút, thì có lẽ chúng ta sẽ có kiến thức cần thiết để ngăn ngừa tổn thất. Nhưng quản lý rủi ro trong thế giới thực cần hiểu biết sâu sắc về hiện tại hơn là kiến thức đáng tin cậy về tương lai. Rủi ro có thể không nhìn thấy được nhưng nó vẫn còn cái bóng.

Cái bóng của rủi ro xuất hiện rõ ràng trong các cổ phiếu có giá đắt so với nền tảng cơ bản của chúng và ở các công ty muốn thao túng những người thật thà. Cái bóng của rủi ro hiện diện khi chúng ta tin tưởng trực giác hơn là các quy tắc và đánh giá cái tôi vượt trên sự phê bình trung thực nhất. Quản lý rủi ro phần lớn xuất hiện rất bất ngờ vì nó vô hình, tẻ nhạt và hoàn toàn kém hấp dẫn so với theo đuổi lợi nhuận. Chính vì những lý do này mà nó đại diện cho một lợi thế lớn của các nhà đầu tư.

Ví dụ vui về một trong những khoảnh khắc đáng yêu nhất của làng bóng chày sẽ là dấu chấm câu kết thúc cái nhìn của chúng ta về rủi ro. Các anh hùng trong loạt trò chơi điện tử về bóng chày Backyard Baseball ở bất kỳ đâu đều có thể tái hiện lại cảnh quay sau: Kirk Gibson bị chấn thương dây chằng, đau bụng, chạy khập khiễng quanh gôn thứ hai và vung vẩy tay. Không nghi ngờ gì, cú home-run[204] của Gibby là một trong những khoảnh khắc đáng nhớ nhất của lịch sử bóng chày, mang đến cho đội Dodgers một chiến thắng không thể tin được và cuối cùng là giành cúp World Series. Nhưng khi ghi nhớ những thời khắc anh hùng này, chúng ta luôn có xu hướng quên đi điều xảy ra trước đó.

[204] Home-run là thuật ngữ bóng chày, chỉ cú đánh cực mạnh và cao

khiến bóng bay ra khỏi cầu trường. Homerun cũng đồng nghĩa với ăn điểm trực tiếp, và là cú bóng đẹp nhất mà batter nào cũng mơ ước ghi được.

Điểm số tại thời điểm ghi bàn bất ngờ của Gibson là 4-3 nghiêng về phía đội Oakland Athletics, mà siêu sao Jose Canseco dũng mãnh (giờ chúng ta đã biết là do ông sử dụng chất kích thích) đã giành được cú Grand Slam[205] trong lượt chơi đầu tiên. Canseco đã có mùa giải xuất sắc năm 1988, đạt trung bình .307 với 42 cú home-run, 124 RBI, và thành tích đáng ngưỡng mộ theo tiêu chuẩn hiện nay - 40 lần cướp gôn thành công. Bố trí đội hình đứng sẵn tại các gôn khi Canseco ném bóng trong lượt chơi đầu tiên là vô cùng nguy hiểm, bởi cú ném lừa bóng theo kỹ thuật slider của ông cuối cùng sẽ đưa bóng rơi quá hàng rào giữa sân. Tuy nhiên, khó khăn vẫn chưa hết với Gibson vì ông đang bị tả và dính chấn thương trong trận gặp NLCS (trận đấu trước đó). Việc chúng ta không coi đó là rủi ro là ví dụ về điều mà các nhà tâm lý học gọi là tư duy trái thực tế. Cuối cùng nó lại biến thành lợi thế của Dodgers, và người quản lý Tommy Lasorda của họ được coi là thiên tài chiến lược. Nhưng nếu không, chỉ vài số liệu thống kê đơn giản cũng giúp chúng ta kết luận rằng đập trúng bóng chưa chắc đã là lợi thế của người chơi hay nhất, Lasorda có lẽ là một con dê.

[205] Là cú home-run ghi được 4 runs.

Chúng ta cũng ca ngợi các sự kiện tài chính lớn và độc nhất tương tự với những thành tựu không thể tin và đáng ghi nhớ trong thể thao mà không tính tới rủi ro và các yếu tố trái thực tế như: Sự sụp đổ các sản phẩm thế chấp dưới chuẩn của Paulson; Soros thiếu 10 tỷ USD tiền mặt. Những sự kiện này quá nổi bật, đáng ghi nhớ và thành công nhanh chóng đến mức chúng ta gán cho chúng một kết quả mà có lẽ chẳng tương xứng với mức độ mong muốn của lợi nhuận đã điều chỉnh rủi ro.

Một người bạn của tôi từng nói đùa rằng: “Ai cũng nghĩ rằng mình chỉ cần đứng lên ngồi xuống 10 lần là trở thành Brad Pitt”. Quan sát sự tự tin thái quá của cả các chuyên gia và những người mới tham gia giao dịch, tôi có thể khẳng định rằng “những người đam mê thị trường chứng khoán nghĩ rằng anh ta chỉ cần thực hiện một giao dịch là trở thành George Soros”. Thật thú vị khi nói về Giao dịch vĩ đại nhất mọi thời đại, nhưng đa phần sự giàu có thực sự được tích lũy bằng cách tránh không bị strike out[206] mà không phải giành được cú home-run ấn tượng. Nếu một cái nhìn nhất quán, chi tiết về các cạm bẫy tiềm tàng không nằm trong nguyên tắc đầu tư hiện tại của bạn, thì chiến thắng duy nhất của bạn là - không bị thua lỗ.

Thực hành

Suy nghĩ: "Về lâu dài, chiến thắng của tôi là không bị lỗ."

Đặt câu hỏi: "Có dấu hiệu gian lận và thao túng, hoặc kết quả quá tốt so với thực tế không?"

Hành động: Sử dụng các thang điểm C, Z, M và sự hoài nghi để kiểm tra tất cả các giao dịch mua.

4. Đi theo người dẫn đầu (PEOPLE)

"Đức Giê-su phán rằng: Các ngươi sẽ hiểu một người qua hành động, chứ không phải qua lời phủ nhận của họ."

- William S. Burroughs

Hiện tại bạn đã dành đủ thời gian để tìm hiểu điều kiện để trở thành một nhà đầu tư hành vi và bạn cũng đã trì hoãn hành động và mưu đồ quá lâu. Hãy hình dung nhanh rằng thay vì là một nhà đầu tư hiểu biết tâm lý mà rất nhanh bạn sẽ trở thành bạn là đội trưởng đội thẩm vấn trong Quân đội, Bạn có một kẻ tình nghi, đang bị trói vào chiếc ghế trong phòng thẩm vấn tối tăm, chỉ có một bóng đèn treo duy nhất.

Hắn ta bị nghi ngờ đã đặt bom ở một khu đô thị lớn nhưng bạn không thể chắc chắn rằng hắn chỉ là một kẻ khoác lác hay mối đe dọa thực sự. Bạn có cảm giác về địa điểm nơi có thể đặt bom nếu có, nhưng hiện giờ đang là Lễ Giáng sinh ở Megacity, Hoa Kỳ và sự xuất hiện của đội gỡ bom sẽ khiến mọi người sợ hãi và là điều xấu hổ cho đơn vị của bạn nếu đó là một báo động giả. Bạn có thể lựa chọn - hoặc dành thời gian để xác định phạm nhân có đang nói dối hay không (không, bạn không thể sử dụng "kỹ thuật thẩm vấn nâng cao"); hoặc bạn có thể mạo hiểm đối mặt với rủi ro bị chê cười và gửi các đội gỡ bom tới đó ngay lập tức. Lựa chọn của bạn dựa vào một câu hỏi chính yếu - bạn có thể phát hiện ra kẻ nói dối hay không?

Các chương trình truyền hình thực tế như Lie to Me đã phổ biến khái niệm rằng các chuyên gia có thể phát hiện người nói dối đơn giản chỉ bằng cách xem xét những biểu hiện cực nhỏ - như biểu hiện vô tình, thoáng qua của khuôn mặt có thể cho biết động cơ tiềm ẩn thực sự của kẻ nói dối. Tuy nhiên, trong nỗi thất vọng vô cùng của bản thân bởi tôi vô cùng hâm mộ chương trình, các nghiên cứu lại cho thấy

kết quả khác.

Cục An toàn Vận tải Mỹ (TSA), với hy vọng ngăn ngừa một thảm hoạ 11/9 khác, đã bỏ ra hơn 1 tỷ USD đào tạo hàng nghìn nhân viên phát hiện hành vi để quan sát các manh mối không lời thông qua từng cử chỉ của hành khách nhằm tìm ra kẻ khủng bố tiềm ẩn. Một chương trình như thế có vẻ rất hữu ích và động cơ chắc chắn đáng khen ngợi nhưng kết quả lại rất đáng thất vọng. Một cuộc kiểm tra gần đây của Văn phòng Giải trình Trách nhiệm Chính phủ đã khuyến nghị xem xét lại chương trình vì không chứng minh được tính hiệu quả.[207]

[207] J. Tierney, 'At Airports, a Misplaced Faith in Body Language', New York Times (March 23, 2014).

Quyết định này được củng cố bởi một phân tích tổng hợp 200 nghiên cứu về khả năng phát hiện lừa dối bằng ngôn ngữ cơ thể của Charles F. Bond, Jr. và Bella M. DePaulo.[208] Với nghiên cứu toàn diện về các số liệu, Bond và DePaulo phát hiện ra rằng khả năng xác định chính xác kẻ nói dối còn tệ hơn cả trò may rủi (47%)! Bạn tung đồng xu để xác định kẻ nào đó đang nói dối còn khả quan hơn là cố gắng tiến hành một phân tích sâu về hành vi của hắn. Nhà tâm lý học Maria Hartwig đã nói về hiện tượng này, "quan niệm thông thường cho rằng những kẻ lừa dối đã phản bội bản thân thông qua ngôn ngữ cơ thể dường như chỉ là một tác phẩm giả tưởng."[209]

[208] C.F. Bond, Jr., and B.M. DePaulo, 'Accuracy of Deception Judgments', Personality and Social Psychology Review 10:3 (2006).

[209] Tierney, 'At Airports'.

Bài báo năm 2005 của Kassin, Meissner và Norwick thậm chí còn bác bỏ triệt để hơn ý tưởng rằng các chuyên gia có thể đọc ngôn ngữ cơ thể. Ba nhà nghiên cứu đã đề nghị người tham gia là các tù nhân vẫn đang ở tù ghi lại lời thú tội về tội ác mà họ đã phạm phải cũng như một tội ác tưởng tượng. Sau đó, họ yêu cầu một nhóm sinh viên cùng một nhóm chuyên gia thực thi pháp luật đã được đào tạo xem xét lời thú tội và xác định tội áclà chuyện bịa đặt. Các chuyên gia không hề tầm thường - với kinh nghiệm trung bình là 11 năm và phần lớn đã được đào tạo bài bản về phát hiện lừa dối, người ta đoán rằng họ sẽ vượt trội hơn nhóm sinh viên chỉ được xem chương trình tâm lý tội phạm CSI trong lúc uống bia rẻ tiền.

Một lần nữa, các chuyên gia đã chứng tỏ sự thừa tự tin nhưng thiếu năng lực. Nhóm sinh viên có thể đánh giá chính xác lời thú tội khi xem video tới 53,4%, dù rất khiêm tốn về khả năng của mình

(6,18/10). Các chuyên gia thì ngược lại, tỏ ra tự tin hơn nhiều (7,65/10) nhưng lại phán đoán sự thật kém hơn nhiều. Dù được đào tạo bài bản và có kinh nghiệm, nhóm chuyên gia thực thi pháp luật có thành tích còn tệ hơn một đồng xu, họ chỉ đoán đúng có 42%. Thật thú vị, ngôn ngữ cơ thể còn làm giảm đáng kể khả năng suy đoán của cả hai nhóm (xem kết quả trong Biểu đồ 6). Nghiên cứu cho thấy rằng ngôn ngữ cơ thể không chỉ không giúp tiên đoán đúng hơn, mà còn làm chúng ta cách xa sự thật hơn!

Biểu đồ 6 - Sự chính xác trong kết luận của nhóm sinh viên và nhóm nhà điều tra trong hai trường hợp: có và không có video.[210]

[210] J. Montier, 'Seven Sins of Fund Management: A behavioural critique', DrKW Macro Research (November 2005).

Bảy thói quen của người quản lý thất bại

Hàng trăm nghiên cứu riêng biệt cho thấy kết quả rõ ràng rằng chúng ta không giỏi (được rồi, không phải tất cả đều như thế) phát hiện ai là người thành thật. Bất chấp nhiều bằng chứng thuyết phục, các nhà quản lý quỹ vẫn tiếp tục lãng phí tiền bạc của khách hàng vào các nghiên cứu bài bản chuyên sâu về chất lượng và đặc điểm của quản lý mục tiêu đầu tư tiềm năng.

Chúng tôi rất muốn tin rằng việc gặp trực tiếp người quản lý quỹ, ăn trưa với họ và xem xét các cử chỉ của họ sẽ mang lại một số lợi thế nhất định. Một xu hướng dễ hiểu của con người là hy vọng rằng chúng ta có thể đánh giá đặc điểm và triển vọng phát triển của một công ty bằng cách gặp gỡ những người có trách nhiệm tạo ra thành công của nó. Thật không may, nó chỉ là trò lừa bịp của tâm trí và một sự lãng phí khổng lồ về thời gian và tiền bạc.

Cuốn sách *Why Smart Executives Fail* của Sydney Finkelstein có thể coi là một danh sách liệt kê các đặc điểm của nhà lãnh đạo tập đoàn đã khiến công ty họ phá sản.[211] Trong khi các cuốn sách kinh doanh tiêu biểu khác thường nói đến những đặc tính nổi bật của các nhà lãnh đạo kinh doanh, thì Finkelstein đi ngược lại và cố gắng xác định các yếu tố biến "Kẻ lầm đường" thông thường thành nhà lãnh đạo thất bại thảm hại. Tôi đưa ra bản tóm lược của ông về Bảy thói quen của nhà quản lý yếu kém như sau:

[211] S. Finkelstein, Why Smart Executives Fail: And What You Can Learn from Their Mistakes (Portfolio, 2004).

1. Họ thấy bản thân và công ty của họ là nổi bật trong ngành.

2. Họ cam đoan với công ty rằng tất cả các ranh giới giữa lợi ích cá nhân của họ và của công ty đều bị xóa bỏ hoàn toàn.

3. Họ dường như có tất cả các câu trả lời.

4. Họ tàn nhẫn loại bỏ bất cứ ai không chung tầm nhìn với mình.

5. Họ là những người phát ngôn hoàn hảo và dành rất nhiều thời gian để duy trì hình ảnh của công ty.

6. Họ coi những trở ngại đáng sợ chỉ là những trở ngại tạm thời.

7. Họ nhanh chóng trở lại với các chiến lược cũ đã giúp họ thành công tại điểm khởi đầu.

Từ các ví dụ đầy nổi bật như WorldCom, Tyco và AOL/Time Warner, Finkelstein đã đưa ra một kết luận thuyết phục mà tất cả chúng ta đều muốn tin tưởng - những kẻ độc tài là các ông chủ xấu.

Tuy cuốn sách của Finkelstein được viết vào năm 2004, chúng ta hãy giả vờ rằng bạn được đọc danh sách về các đặc điểm đó vào ngày 1 tháng 4 năm 1976, ngày mà Apple Inc được thành lập. Hãy tưởng tượng rằng bạn là nhà phân tích gan dạ của MegaFund, LP bị kết tội đã đánh giá kỹ năng lãnh đạo của Steve Jobs liên quan đến bảy đặc điểm ở trên. Đây cũng chính là Steve Jobs đã lựa chọn và sa thải nhân viên trong các cuộc họp toàn công ty. Và đây cũng là người đàn ông đã từ chối tình yêu của con mình mà vẫn hỗ trợ tài chính cho chúng trong nhiều năm mặc dù có xét nghiệm đó không phải là con ông. Đó cũng là Steve Jobs với ý tuyển dụng khi nói với đối thủ cạnh tranh làm việc tại Xerox: “Nếu mọi chuyện anh từng làm trong đời đều tồi tệ, vậy sao anh không làm việc cho tôi?”

Chắc chắn, sau cuộc gặp mặt với Jobs, bạn sẽ đánh giá rằng ông rất thông minh, nhưng nếu áp dụng danh sách của Finkelstein có thể dẫn đến một cái nhìn u ám về khả năng lãnh đạo của ông. Có lẽ bạn sẽ bỏ qua đầu tư này do niềm tin về phẩm chất của một nhà lãnh đạo giỏi và sự trùng khớp với mỗi một cái trong Bảy thói quen ở trên. Có nghĩa là bạn đã mất tới 31.590% lợi tức đầu tư kể từ sau cuộc gặp mặt cho đến tháng 7 năm 2015.

Ai cũng cho rằng con của họ rất đáng yêu

Trường đại học uy tín Fuqua School of Business của Viện Đại học Duke thường kết hợp cùng tạp chí CFO tiến hành khảo sát hàng quý các giám đốc tài chính và người mua tạp chí dài hạn. Cuộc khảo sát được tiến hành liên tục nhằm nỗ lực “nắm bắt xu hướng dữ liệu lạc

quan về công ty, kỳ vọng tăng trưởng GDP, kế hoạch đầu tư vốn, và tỷ lệ thay đổi hàng quý trong đa số các loại hình kinh doanh."[212]

[212] www.cfosurvey.org/about.html

Phát hiện chung của các cuộc khảo sát, mà James Montier đưa ra trong bài tham luận "Seven Sins of Management Fund: A Behavioural Critique", là các giám đốc tài chính đánh giá công ty họ cao hơn so với nền kinh tế nói chung. Khi xem xét số liệu khảo sát của Duke, Graham và Harvey nhận thấy gần 90% các giám đốc tài chính ngành công nghệ cho rằng cổ phiếu của họ bị đánh giá thấp gần bằng mức giá tại giai đoạn đỉnh điểm của bong bóng công nghệ.[213] Ai cũng nghĩ rằng con họ - và công việc kinh doanh của họ - tốt đẹp hơn tất cả những người khác, bất chấp số liệu thống kê tồi thế nào.

[213] J.R. Graham and C.R. Harvey, 'Expectations, optimism and overconfidence'(2005).

Đó là thôi thúc tự nhiên và đáng giá để có được cái nhìn ban đầu về cách thức kinh doanh của doanh nghiệp trước khi thực hiện một khoản đầu tư, hóa ra các cuộc gặp mặt trực tiếp lại không phải là cách hiệu quả để có được thông tin đó. Ngay từ lúc bắt đầu, các nhà phân tích và nhà quản lý quỹ đã có một thiên kiến định sẵn rằng kết quả của cuộc gặp mặt là tích cực. Rốt cuộc, nếu nhà quản lý bị coi là kém cỏi thì chuyến đi và thời gian phung phí cho nó là vô ích. Bạn có biết nhiên liệu của máy bay phản lực tư nhân đắt đỏ thế nào không?!

Vấn đề thứ hai là cái nhìn màu hồng thiếu thực tế của người quản lý về mối tương quan giữa doanh nghiệp của họ với môi trường kinh doanh rộng lớn hơn. Do sự tự tin thái quá này, bạn có thể chắc chắn rằng ban quản lý sẽ hiểu nhầm bạn ngay cả khi họ không nhận thức được điều đó! Cuối cùng, khả năng có người thành thật với chúng ta còn nhỏ hơn cả sự may rủi. Đánh giá cụ thể từng người trong ban quản lý với các yêu cầu thông thường thực sự là rất nhỏ bé so với một lời phàn nàn gây ảnh hưởng tới uy tín và mang lại sự tự tin giả tạo cho các nhà quản lý quỹ khi tính toán các khoản chi phí đáng kể cho khách hàng.

Ý tưởng rằng chúng ta nên xem xét hành vi của những người làm việc trong doanh nghiệp cũng có mặt tốt, ngay cả khi các biện pháp mà chúng ta sử dụng để làm việc này vẫn còn thiếu sót. Tin vui là chúng ta có thể biết rất nhiều thông tin về những người điều hành doanh nghiệp, mà không cần chịu đựng buổi gặp mặt chán ngắt hay một màn diễn thuyết phô trương khó chịu và thiếu cơ sở thực tế. Có ba kiểu thông tin cung cấp cho chúng ta cái nhìn sâu sắc, có giá trị về

con người trong doanh nghiệp và giúp chúng ta cân nhắc đầu tư vào doanh nghiệp đó như: tình hình mua lại cổ phần, giao dịch nội bộ và chia cổ tức.

Triệu chứng luôn nói thật

Bác sĩ House là loạt phim truyền hình Mỹ có tám phần rất thành công được chiếu từ năm 2004 đến năm 2012. Nhân vật chính của bộ phim là bác sĩ House do Hugh Laurie thủ vai, là một kẻ nóng nảy, cục cằn, nghiện thuốc giảm đau. Bộ phim rất được yêu thích dù có tính công thức cao, mỗi tập phim xoay quanh một ca bệnh khó mà bác sĩ House chẩn đoán như thần bằng cách bỏ qua sự hoang mang của bệnh nhân và chỉ tập trung vào các triệu chứng của họ. Câu nói cửa miệng của bác sĩ House là, "Bệnh nhân có thể nói dối nhưng các triệu chứng thì không."

Giao dịch nội bộ

Quản lý hành vi cũng tương tự như vậy và không hành vi nào phản ánh chính xác cảm nhận của mọi người về công việc kinh doanh của họ hơn là cách họ tiêu tiền của bản thân. Người trong nội bộ công ty được giao nhiệm vụ tiết lộ giao dịch mua bán cổ phiếu của chính họ một cách thích hợp và những giao dịch nội bộ này có thể mang đến hiểu biết sâu sắc về hành vi cho nhà đầu tư thận trọng. Thực tế, các giao dịch nội bộ công ty có kết quả tốt hơn thị trường tới 6 điểm phần trăm mỗi năm, chỉ thua kém giao dịch của các lãnh đạo cấp cao trong công ty (những người được phép mua cổ phần dựa trên thông tin độc quyền), mà kết quả vượt trội hơn tới 12% mỗi năm.[214]

[214] Statman, What Investors Really Want, p. 8.

Nếu một người có được thông tin tối mật về triển vọng của doanh nghiệp sẵn sàng bỏ tiền ra mua, thì bạn nên cẩn thận. Có vô vàn lý do để một người bán cổ phiếu nội bộ (ví dụ: mua nhà ở Hamptons, giải quyết ly hôn, chi tiền bịt miệng người tình) nhưng chỉ có một lý do mua chính đáng duy nhất - niềm tin vững chắc vào ngày mai tươi sáng.

Tham luận "Some Insiders are Indeed Smart Investors" của Giamouridis, Liodakis và Moniz đưa ra các bằng chứng cho thấy những lợi ích của mua bán nội bộ đã vượt qua biên giới quốc gia.[215] Các tác giả nhận thấy rằng, tại nước Anh, giá trị tuyệt đối của giao dịch nội bộ càng lớn, thì các khoản lợi nhuận theo sau càng ấn tượng. Họ cũng nhận thấy điều mà có thể bạn đã đoán ra, ngày nay thị trường đã dần nắm bắt được thông tin mật của người trong công

ty. Giao dịch nội bộ vượt mặt thị trường 0,7% ngay sau khi mua, nhưng con số đó đã tăng lên 2,9% vào ngày thứ 120.

[215] *D. Giamouridis, M. Liodakis and A. Moniz, 'Some Insiders are Indeed Smart Investors' (SSRN, July 29, 2008).*

Công ty Tweedy, Browne đã tiến hành kiểm tra lợi nhuận của các cổ phiếu có hoạt động mua nội bộ đáng kể trong nghiên cứu có tầm ảnh hưởng lớn của họ, 'What Has Worked in Investing: Studies of Investment Approaches and Characteristics Associated with Exceptional Returns'. Cụ thể, họ chỉ xem xét những nghiên cứu mà trong đó các công ty có nhiều hơn một người trong nội bộ mua cổ phần của công ty và số lượng mua nội bộ vượt quá số lượng bán nội bộ trong khoảng thời gian được đề cập. Phát hiện của các nghiên cứu mua nội bộ này cho thấy rằng nếu mua cổ phiếu được người trong nội bộ ưa chuộng sẽ mang lại cho bạn lợi nhuận gấp từ gần hai đến bốn lần kết quả trung bình của chỉ số chuẩn trong cùng khoảng thời gian! Kết quả nghiên cứu được thể hiện trong Bảng 7.

Tỷ suất lợi nhuận đầu tư hàng năm (%)			
Nhà nghiên cứu	Giai đoạn nghiên cứu	Cổ phiếu giao dịch nội bộ	Chỉ số thị trường
Rogoff	1958	49.6	29.7
Glass	1961-1965	21.2	9.5
Devere	1960-1965	24.3	6.1
Jaffe	1962-1965	14.7	7.3
Zweig	1974-1976	45.8	15.3

Bảng 7 - Lợi nhuận đầu tư sau khi mua nội bộ[216]

[216] *Browne, 'What Has Worked In Investing' (revised edition, 2009).*

Kết quả của những nghiên cứu này quá ấn tượng đến nỗi khiến tôi băn khoăn, tự hỏi: "Tại sao tôi phải lắng nghe ban quản lý nói về cổ phiếu của họ trong khi câu trả lời sờ sờ ngay trước mắt chứ?" Chẳng thước đo nào xác định chính xác suy nghĩ hay giá trị của một người hơn là cách họ tiêu tiền.

Mua lại cổ phần

Ngoài việc mua nội bộ, ban quản lý cũng có thể cho thấy triển vọng lạc quan trong tương lai bằng cách mở ví của công ty để mua lại cổ phần của chính mình. Warren Buffett mô tả sự việc rất chi tiết như

sau:

“Một cách sử dụng lợi nhuận giữ lại được cổ đông đặc biệt nhiệt tình hưởng ứng là công ty mua lại cổ phần của chính mình mà sẽ mang lại lợi ích đầu tư cho họ. Lý do rất đơn giản: nếu một doanh nghiệp tốt đang bán cổ phiếu với giá thị trường thấp hơn rất nhiều so với giá trị nội tại thì còn cách sử dụng vốn nào chắc chắn và hiệu quả hơn việc mở rộng đáng kể lợi ích của tất cả các chủ sở hữu với mức giá hợp lý chứ? Bản chất cạnh tranh của hoạt động mua lại cổ phần sẽ gần như đảm bảo việc mua ở mức giá thị trường - thường cao hơn mức giá khi công ty mua toàn bộ quyền sở hữu của một doanh nghiệp khác. Nhưng bản chất đấu giá của thị trường chứng khoán thường mang đến cho các công ty hoạt động tốt cơ hội mua lại cổ phần của chính mình với giá thấp hơn 50% giá trị cần thiết để có được cùng một khoản thu nhập thông qua thương lượng mua lại một doanh nghiệp khác.”[217]

[217] ‘Warren Buffett on Share Repurchases’, Value Investing World (September 13, 2012).

Hành động mua lại cổ phần là bằng chứng cho thấy công ty đang lạc quan về tương lai của họ và cũng mang đến những lợi ích đáng kể cho bạn vì tỷ lệ sở hữu của bạn trong công ty tăng lên. Với sự kết hợp của kỳ vọng tốt trong tương lai và lợi tức tức thời, không có gì ngạc nhiên khi lợi nhuận đầu tư vào các công ty tích cực mua lại cổ phần là rất tốt. Trong bài báo đăng trên tạp chí Fortune năm 1985, Carol Loomis đã khảo sát lợi nhuận đầu tư vào các công ty sốt sắng mua lại cổ phiếu của chính mình từ năm 1974 đến năm 1983.[218] Giả sử các khoản đầu tư được thực hiện vào ngày mua lại và duy trì cho đến năm 1984, các công ty mua lại cổ phiếu có tỷ suất lợi nhuận gộp trung bình hàng năm tăng 22,6% so với 14,6% của chỉ số S&P 500. James O’Shaughnessy cũng xác nhận kết quả của cổ phiếu mua lại tốt hơn trong *What Works on Wall Street*. O’Shaughnessy đã sáng tạo ra phương pháp đo lường mà ông gọi là “lợi tức mua lại”, dùng để so sánh số lượng cổ phiếu tồn đọng từ thời kỳ này sang thời kỳ khác nhằm phân biệt giữa hoạt động mua lại thực sự với hành động lén lút mua lại cổ phiếu đồng thời phát hành cổ phiếu mới. Ông phát hiện ra rằng các công ty có số lượng mua lại cao nhất (là công ty giảm số lượng cổ phiếu lưu hành nhiều nhất) có lợi nhuận trung bình trong năm tới đạt 13,69% so với con số 5,94% của công ty có số lượng thu hồi thấp nhất (tức là những công ty có số lượng cổ phiếu lưu hành tăng nhiều nhất).

[218] C.J. Loomis, ‘Beating the market by buying back stock’, Fortune (November 21, 2012).

Một nhận xét chung là hành động thông báo mua lại cổ phần có thể chỉ là hoạt động PR xảo quyệt chứ không phải ý định thực tế của công ty. Song như Tiến sĩ Wes Gray suy đoán trong Quantitative Value, "việc thông báo mua lại chỉ nhằm mục đích đẩy giá cổ phiếu lên. Các cổ phiếu thông báo mua lại - cho dù họ thực sự mua lại hay không - thường tăng giá ngay sau khi có thông báo và kéo dài một thời gian."[219] Hoạt động mua lại cổ phần tác động mạnh mẽ đến nỗi chỉ cần đề cập đến chúng cũng có ảnh hưởng tích cực đến kết quả đầu tư.

[219] Gray and Carlisle, Quantitative Value, p. 168.

Chia cổ tức

Giao dịch nội bộ và mua lại cổ phần dẫn đến kết quả đầu tư tốt hơn bởi vì chúng mang đến cho chúng ta cái nhìn sâu sắc về những điều mà mọi người biết về một doanh nghiệp. Cách họ đối xử với các cổ đông cũng quan trọng như các hoạt động quản lý. Chắc chắn không có hành động nào có ý nghĩa "Tôi tin tưởng doanh nghiệp này" bằng việc mua lại cổ phần, và không hành động nào nói lên rằng "Tôi yêu các cổ đông" bằng một tỷ lệ cổ tức hợp lý. Nếu mua cổ phiếu là nhằm sở hữu một phần của một doanh nghiệp, thì nhận cổ tức nghĩa là lấy lại một phần lợi nhuận.

Tùy thuộc vào từng doanh nghiệp, cổ tức thường chiếm từ 44% đến 50% lợi nhuận sau thuế theo số liệu thống kê.[220] Song những cổ phiếu trả cổ tức hào phóng thường bị coi là "vợ góa con côi" (nghĩa là các cổ phiếu an toàn, không theo chu kỳ và ít biến động). Nguyên nhân tâm lý để cắt giảm những khoản được coi là phần thưởng như cổ tức cao là rất phức tạp, nhưng như bạn đã biết, học cách tìm ra giá trị lớn mà rất nhiều người bỏ qua là trọng tâm của đầu tư hành vi dựa trên quy tắc.

[220] O'Shaughnessy, What Works on Wall Street, p. 189.

Một lý do để yêu thích cổ tức, dù chúng không được bảo đảm, là cổ tức có xu hướng ít dao động hơn so với thị trường chứng khoán. Ben Carlson đã chỉ ra: "Từ tháng 9 năm 1929 đến tháng 6 năm 1932, thị trường chứng khoán giảm tới 81% theo đánh giá chỉ số S&P đã điều chỉnh lạm phát. Nhưng cùng thời gian đó, cổ tức điều chỉnh theo lạm phát chỉ giảm 11%. Khi thị trường giảm 54%, từ tháng 1 năm 1973 đến tháng 12 năm 1974, cổ tức thực tế chỉ giảm 6%."[221] Nếu cổ tức là khoản tiền hấp dẫn trong thời điểm hưng thịnh thì chúng lại là khoản bảo đảm trong thời điểm xấu.

[221] *Carlson, Common Sense, p. 84.*

Chúng ta không nên chỉ xem cổ tức là một công cụ phòng thủ; chúng cũng có thể làm tăng đáng kể lợi nhuận nếu được hiểu một cách chính xác. James O'Shaughnessy đã xác định thập phân vị của tỷ suất cổ tức và thu được kết quả rất thú vị - nghiên cứu cho thấy cổ tức rất hữu ích nhưng lạm dụng quá cũng không tốt. Thập phân vị tỷ suất cổ tức cao nhất từ năm 1926 đến năm 2009 có tỷ suất lợi nhuận hàng năm là 11,77%, cao hơn đáng kể so với chỉ số thị trường rộng là 10,46%. Tuy nhiên, các cổ phiếu ở thập phân vị số hai, ba, bốn - có cổ tức ít thay đổi nhưng an toàn - còn có kết quả vượt trội hơn cả thập phân vị cao nhất này. Đầu tư vào cổ phiếu thập phân vị thứ ba, có tỷ suất lợi nhuận cao nhất, đã biến khoản đầu tư từ 10.000 USD thành 145 triệu USD - con số đáng kinh ngạc trong khoảng thời gian nghiên cứu.

Những cổ phiếu trả cổ tức lớn có thể đang cố thu hút các nhà đầu tư tìm kiếm lợi nhuận bằng một khoản "bảo đảm" rẻ tiền. Đáng buồn thay, tỷ suất ấn tượng có thể che giấu những vấn đề sâu xa hơn nhiều và dẫn đến việc thiếu hiệu quả. Mặt khác, những người đầu tư vào cổ phiếu không chia cổ tức hầu như đánh cược chủ yếu vào giá cổ phiếu tăng, đó là một canh bạc mà không phải lúc nào cũng đi theo đường lối của cổ đông. Các cổ phiếu trả cổ tức thỏa đáng đã đền đáp cho các cổ đông ngay hiện tại mà không cần thế chấp tương lai với các khoản chi phí quá đáng.

Tôi tin chắc là bạn cũng bắt đầu nhận thấy, các đề tài về đầu tư hành vi mà tôi phát hiện tại thị trường Mỹ cũng có xu hướng hiệu quả trên phạm vi quốc tế. Bản chất con người được hình thành từ lâu (giống như anh chàng Dude) và xu hướng kiếm tiền bất hợp lý có thể được coi là một trong những đặc tính chung của toàn nhân loại. Liên quan tới chủ đề này, một nghiên cứu do Giáo sư Mario Levis của Đại học Bath thực hiện đã xem xét kết quả hoạt động liên quan đến tỷ suất cổ tức của 4.413 công ty niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán London từ năm 1955 đến năm 1988.[222]

[222] *C.H. Browne, W.H. Browne, J.D. Spears, T.H. Shrager and R.Q. Wyckoff, Jr., 'What Has Worked In Investing: Studies of Investment Approaches and Characteristics Associated with Exceptional Returns' (Tweedy, Browne Company, 1992).*

Theo kết quả được trình bày trong Bảng 8, một lần nữa chúng ta lại thấy mối quan hệ chặt chẽ, gần tuyến tính giữa tỷ suất cổ tức và lợi nhuận đầu tư. Không giống phân tích của O'Shaughnessy, Levis chỉ ra rằng quy tắc "cổ tức càng nhiều lợi nhuận càng cao" có một ngoại lệ

duy nhất là các cổ phiếu không trả cổ tức thường có xu hướng tăng nhẹ hơn so với tỷ suất của thị trường (mặc dù vẫn thấp hơn nhiều so với tỷ suất của 50% cổ phiếu trả cổ tức hàng đầu).

Thập phân vị tỷ suất cổ tức	Tỷ suất (%)	Tỷ suất lợi nhuận hàng năm (%)	Giá trị của khoản đầu tư 1 triệu bảng từ khi bắt đầu đến tháng 12/1988 (triệu GBP)	Vốn hóa thị trường trung bình (triệu GBP)
1	13,6	19,3	403,4	283,4
2	10,9	17,7	254,9	278,5
3	8,7	16,8	196,4	337,2
4	7,4	16,0	155,4	266,4
5	6,4	15,4	130,3	223,1
6	5,5	14,1	88,7	206,5
7	4,7	12,4	53,2	112,1
8	4,0	11,9	45,7	95,4
9	3,1	11,5	40,5	94,4
10	1,4	13,8	81,1	74,6
Chỉ số FT All- Share	5,3	13,0	63,8	503,5

Bảng 8 - Kết quả đầu tư của các công ty Anh theo tỷ suất cổ tức từ năm 1955-1988[223]

[223] *Ibid.*

Hành vi của bạn ồn ào tới nỗi tôi chẳng nghe thấy lời bạn nói

Đầu tư hành vi bắt nguồn từ ý tưởng rằng con người là trung tâm của tất cả các khía cạnh của quá trình đầu tư, nhưng một phần trong đó cũng vô nghĩa là nhận ra nhưng hạn chế của chúng ta. Các nhà quản lý quỹ phòng hộ và quỹ tương hỗ thường thích sử dụng cụm từ "trườn trên mặt đất" và "đào sâu thực sự" với biện pháp quản lý, nhưng xu hướng này cũng chỉ là một thiên kiến xác nhận làm lãng phí tiền bạc của khách hàng bằng các nỗ lực có sức hấp dẫn trực quan nhưng không hiệu quả.

Thay vì trả một khoản phí cao cho người quản lý quỹ để đá quả bóng nghi vấn về phía CEO, hãy xem xét kim chỉ nam cho thấy ý định thực sự của họ - hành vi. Liệu họ có dành toàn bộ số tiền mà họ khó khăn

mới kiếm được để mua lại cổ phiếu vì tin tưởng vào doanh nghiệp? Họ có sử dụng tiền của công ty để mua cổ phiếu mà họ cho là có giá hấp dẫn không? Họ có quan tâm đến bạn đủ để chia sẻ lợi nhuận cho bạn không? Nếu có, nghĩa là có thể bạn đã có ý tưởng đầu tư thắng lợi. Nếu không, có lẽ bạn đang phải đối mặt với ban lãnh đạo quan tâm đến việc nhét đầy túi của họ hơn là của bạn. Như James W. Frick từng phát biểu, "Đừng nói với tôi bạn ưu tiên đầu tư vào đâu. Chỉ cần cho tôi biết bạn đổ tiền vào cổ phiếu nào, tôi sẽ cho bạn biết họ là ai."

Thực hành

Suy nghĩ: "Ai biết rõ doanh nghiệp hơn những người làm việc trong đó?"

Đặt câu hỏi: Đừng hỏi. Chỉ cần quan sát doanh nghiệp đang làm gì với tiền của họ và làm tương tự.

Hành động: Chỉ trở thành chủ sở hữu của công ty đáp lại tình yêu của bạn.

5. Đi theo xu hướng (PUSH)

"Xu hướng sẽ kéo dài mãi mãi, cho đến khi nó kết thúc."

- John Neff

Với một người có thị hiếu tinh tế và ngoại hình tuyệt vời như bạn, tôi tin chắc bạn chưa bao giờ thiếu thốn tình yêu. Nhưng dưới góc độ thăm dò mang tính khoa học, chúng ta hãy giả sử rằng bạn chỉ có một mình, cô đơn và đang tìm kiếm Bạn đời. Giả sử thêm rằng bạn đang bị thúc giục bởi một người bạn tốt đúng nghĩa và người đó thu xếp cuộc gặp mặt giữa bạn và một người quen mà chúng ta sẽ gọi là BẠN. Lúc đầu bạn phản đối dữ dội và không quan tâm ("Mình ổn. Thật đấy!"), nhưng những lời thuyết phục như mạng nhện dần dần quấn quanh bạn, và cuối cùng bạn đồng ý.

Bạn tới gặp BẠN và lập tức lấy làm vui mừng vì mình đã bỏ qua nguyên tắc "không xem mặt". BẠN là người quyến rũ, tử tế và lịch sự. BẠN đưa bạn tới một nhà hàng có một danh sách chờ dài tới sáu tháng, trò chuyện xoay quanh các nỗ lực từ thiện và tặng bạn một món quà xinh xắn nhưng không đắt đỏ mà bạn rất thích. Khi buổi hẹn hò đầu tiên kết thúc, bạn đã thấy mình đang hướng tới mục tiêu tiếp theo - liệu BẠN có phải Bạn đời của mình không?

Buổi hẹn thứ hai là một buổi khiêu vũ mang lại cho bạn khao khát

gần gũi, thứ ba là bữa ăn trưa ngoài trời ở Central Park và thứ tư là tại nhà hát opera. Bạn giả vờ thưởng thức opera để không bị coi là quê mùa (nguyên nhân duy nhất giữ opera tồn tại trong nhiều thế kỷ). Vâng, đã qua bốn buổi hẹn và bạn thực sự bắt đầu yêu BẠN. Và sau đó đến lượt những buổi hẹn tồi tệ.

Buổi hẹn thứ năm bắt đầu bằng việc BẠN tới đón bạn bằng con xe Yugo thay vì chiếc Sedan sang trọng quen thuộc. Không muốn tỏ ra thô lỗ, bạn không đề cập đến việc hạ cấp rõ rệt này. Y phục sang trọng của BẠN cũng đã được thay thế bằng bộ đồ nhăn nheo với vết bẩn có vẻ là mù tạc (cầu trời là mù tạc, cầu trời là mù tạc).

Tệ nhất là thái độ của BẠN thay đổi hoàn toàn. Người tình trong mộng trở nên chua cay, bủn xỉn và đôi khi chĩa mũi dùi về phía bạn. Tính hào hiệp đã nhường chỗ cho sự thiếu lịch sự và những ý tưởng cao thượng đã bị lật đổ bởi các câu chuyện phiếm nói xấu bạn bè của bạn. Vào cuối buổi hẹn thứ năm (tại một điểm chơi bowling) đầu của bạn quay mòng mòng. Bây giờ bạn phải quyết định xem có nên tiếp tục buổi hẹn thứ sáu không, vì không chắc là Jekyll hay Hyde[224] sẽ chào đón bạn ở cửa. BẠN cần một câu trả lời nghiêm túc - quyết định của bạn.

[224] Nhân vật trong tác phẩm của Robert Louis Stevenson, bác sĩ Henry Jekyll và tên Edward Hyde đã bị tráo đổi cơ thể cho nhau.

Nếu bạn giống như hầu hết mọi người (và chắc chắn là vậy, cho dù bạn có phủ nhận hay không), bạn quyết định tới buổi hẹn hò thứ sáu và cho BẠN cơ hội thứ hai. Lý do cho sự rộng lượng của bạn không phải vì bạn có trái tim nhân hậu mà bởi nguồn gốc tâm lý của hiệu ứng mỏ neo và thiên kiến xác nhận. Hiệu ứng mỏ neo liên quan đến xu hướng con người thường dựa vào ấn tượng đầu tiên để đưa ra ý kiến và quyết định.

Khi lần đầu gặp ai đó, bạn sẽ bắt đầu xây dựng đánh giá về họ trong vài giây. Xu hướng này được tóm gọn trong slogan của một nhãn hiệu dầu gội trị gàu: “Bạn không bao giờ có cơ hội thứ hai để trải nghiệm ấn tượng đầu tiên.” Ấn tượng ban đầu này, hay còn gọi là mỏ neo, sẽ đặt các rào cản mà trong đó những ấn tượng trong tương lai có xu hướng giảm dần. Tất cả thông tin mới đều được xử lý dựa trên điểm neo ban đầu của bạn và các đánh giá đột ngột về kiểu người mà bạn tương tác. Trái lại, thiên kiến xác nhận là khuynh hướng lý giải thông tin mới một cách nhất quán với các định kiến và mối quan tâm nhất của chúng ta.

Trong trường hợp của BẠN, bạn đã sớm có những tương tác tích cực

dẫn đến đánh giá khái quát người này thông minh, tinh tế, vui tính và tốt bụng. Ngoài ra, bạn cũng có lý do mang tính cá nhân muốn anh ta có tất cả những đức tính đó bởi vì ngủ một mình vào ban đêm thật sự không vui vẻ gì! Bạn không chỉ cho rằng BẠN là người tốt, mà bạn thực sự cần anh ta là một người tốt để bản thân bạn không phải chết trong cô đơn và chỉ có lũ mèo bên cạnh.

Sự kết hợp vững chắc giữa hiệu ứng mỏ neo và thiên kiến xác nhận này khiến chúng ta dùng hiện tại để phán đoán tương lai và phản ứng với thông tin mới. Trong cuộc sống, nó sẽ khiến chúng ta lãng phí thời gian hẹn hò với một kẻ không ra gì. Về mặt tài chính, nó sẽ mang đến cho chúng ta động lực, hoặc sức đẩy như sẽ đề cập ở đây. Kiểu như nếu chúng ta cho rằng một ngày tuyệt vời sẽ kéo dài sang những ngày sau, thì sẽ có xu hướng dự báo triển vọng hiện tại của cổ phiếu luôn tăng trưởng trong tương lai. Hiệu ứng theo đà là vô cùng phi lý; bởi các nếp nhăn của bộ não được chuẩn bị cho những thay đổi nhỏ nhất của khả năng. Đồng thời nó cũng có sức ảnh hưởng không thể phủ nhận.

Sơ lược về đầu tư theo đà

Ý tưởng về sức đẩy bắt đầu từ giới vật lý và hiện vẫn thu hút nhiều sự chú ý. Về cơ bản nó là một phép ngoại suy trong tài chính của định luật chuyển động đầu tiên của Newton: mọi đối tượng đang chuyển động đều có xu hướng giữ nguyên trạng thái chuyển động đó.[225] Theo Corey Hoffstein của tổ chức nghiên cứu Newfound cho biết, “Đầu tư theo đà là hệ thống đầu tư mua và bán dựa trên lợi nhuận gần đây. Các nhà đầu tư theo đà mua chứng khoán có hiệu suất tốt hơn và tránh - hoặc bán gấp - chứng khoán có kết quả kém... Họ tin rằng các chứng khoán có hiệu suất tốt sẽ tiếp tục tốt hơn nếu không có những cú sốc lớn.”[226]

[225] Antonacci, Dual Momentum, p. 13.

[226] Newfound Research, ‘Two Centuries of Momentum’ (www.thinknewfound.com/foundational-series/two-centuries-of-momentum).

Đào sâu hơn một chút, có hai loại đầu tư theo đà: tuyệt đối và tương đối. Theo đà tuyệt đối so sánh hiệu suất gần đây của cổ phiếu với kết quả lịch sử của chính nó, trong khi theo đà tương đối chỉ kiểm tra các động thái của một chứng khoán so với các chứng khoán khác. Cả hai đều dựa vào câu châm ngôn giống nhau: điểm mạnh và điểm yếu tồn tại trong thời gian ngắn.

Tôi sẽ đưa ra một lịch sử ngắn gọn về nghiên cứu đầu tư theo đà bên dưới; những người quan tâm sâu hơn thì nên đọc tác phẩm của Gary Antonacci (Dual Momentum Investing) và tham luận của Corey Hoffstein ('Two Centuries of Momentum'). Mặc dù bị một số nhà đầu tư giá trị coi như bùa mê thuốc lú, nhưng đầu tư theo đà thực sự có lịch sử ứng dụng kéo dài hai thế kỷ.

Ngay từ năm 1838, James Grant đã xuất bản một cuốn sách khảo sát chiến lược kinh doanh cực kỳ thành công của nhà kinh tế học người Anh, David Ricardo. Grant nói về thành công của Ricardo như sau:

"Như tôi đã đề cập đến tên của ngài Ricardo, tôi có thể nhận thấy rằng ông ta đã tích lũy khối tài sản to lớn của mình bằng sự quan tâm tỉ mỉ đến điều mà ông gọi là ba quy tắc vàng, sự tuân thủ mà ông luôn nhấn mạnh với bạn bè của mình. Ba quy tắc đó là, 'Không bao giờ từ chối một lựa chọn khi có thể chấp nhận nó,' - 'Cắt các khoản lỗ của bạn,' - 'Hãy để lợi nhuận của bạn tiếp tục gia tăng'. Ricardo lý giải cắt lỗ có nghĩa là khi một người đã mua một cổ phiếu và giá của nó đang giảm, ông ta phải lập tức bán đi ngay. Và để cho lợi nhuận tiếp tục tăng theo ý ông là khi đã sở hữu cổ phiếu và giá cả đang tăng, nhà đầu tư không nên bán cho đến khi giá đã lên đến mức cao nhất và bắt đầu giảm. Đây thực sự là những quy tắc vàng và có thể áp dụng được với nhiều giao dịch khác ngoài các giao dịch liên quan đến Sở Giao dịch Chứng khoán."[227]

[227] Ibid

Tuy đã được áp dụng phi chính thức trong nhiều năm, nhưng đến năm 1937, đầu tư theo đà mới được kiểm nghiệm bởi Herbert Jones và Alfred Cowles III. Jones và Cowles phát hiện ra rằng từ năm 1920 đến 1935, "coi đơn vị đo lường tính bằng một năm... một xu hướng rất rõ ràng với các cổ phiếu đã vượt mức trung bình trong một năm là năm sau nó sẽ vượt qua kết quả của nó trong năm trước."[228]

[228] Antonacci, Dual Momentum, p. 15

Vào những năm 1950, tác giả bản tin đầu tư George Chestnutt đã nói về các chiến lược đầu tư theo đà như sau:

"Đâu là chiến lược tốt nhất? Mua một cổ phiếu mạnh đang dẫn đầu thị trường, hay những cổ phiếu đang ngủ quên, hoặc cổ phiếu có giá thấp hơn giá thị trường với hy vọng rằng nó sẽ tăng nhanh? Trên cơ sở số liệu thống kê gồm hàng ngàn ví dụ của các nhà đầu tư cá nhân, câu trả lời về khả năng tốt nhất nằm ở đâu là rất rõ ràng. Hầu hết đều cho thấy nên mua cổ phiếu dẫn đầu và bỏ qua các cổ phiếu chậm

chạp kia. Trên thị trường, cũng như trong nhiều giai đoạn của cuộc sống, người khỏe mạnh sẽ càng khoẻ mạnh hơn, và người yếu ớt sẽ càng yếu đi."[229]

[229] Ibid, p. 16.

Nicolas Darvas - người cùng thời với Chestnutt, đã giới thiệu 'lý thuyết Cái hộp', theo đó ông sẽ mua cổ phiếu đạt mức giá cao mới (tức là, đã bị phá vỡ khỏi hộp cũ của chúng) và ngăn cản vụ cá cược của ông khỏi những thua lỗ nghiêm trọng. Darvas nói về phương pháp của mình: "Tôi luôn né tránh thị trường giá xuống và để lại các cổ phiếu đặc biệt như vậy cho những người không ngại rủi ro tiền bạc của họ nhằm đi ngược xu hướng thị trường."[230] Sau đó Robert Levy giới thiệu về khái niệm ưu thế tương đối vào cuối những năm 1960, nhưng sau nỗ lực của ông, đầu tư theo đà đã bị bỏ qua gần ba thập niên.

[230] Newfound Research, 'Two Centuries of Momentum'.

Khi phương thức đầu tư cơ bản của Benjamin Graham (và sau đó là Warren Buffett) bắt đầu có ảnh hưởng, đầu tư theo đà ngày càng bị coi là một hình thức đầu tư gần như là lừa bịp. Bản thân Buffett đã rất thẳng thắn thể hiện sự bất mãn của ông đối với đầu tư theo đà tăng giá: "Tôi luôn thấy bất thường khi có rất nhiều nghiên cứu được thực hiện về giá cả và lượng hành vi, công cụ của các nhà đồ thị học. Bạn có thể tưởng tượng được việc mua toàn bộ một doanh nghiệp chỉ đơn giản bởi vì giá của doanh nghiệp này tăng đáng kể vào tuần trước và tuần trước nữa không?"[231]

[231] W.E. Bufett, 'Te Superinvestors of Graham-And-Doddsville' (1984).

Trong những năm gần đây, đầu tư theo đà đã dần được các lý thuyết gia chấp nhận, bởi lẽ dù thói quen kỳ quặc của con người có ảnh hưởng tới sự hiện diện của nó như thế nào, thì cũng không thể phủ nhận được sự kiên trì và phổ biến của nó. Trong *Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency'*, Jegadeesh và Titman cho thấy rằng trong giai đoạn 1965 - 1989, trung bình các cổ phiếu có hiệu suất tốt vẫn tiếp tục áp đảo các cổ phiếu thua lỗ trong suốt 6 - 12 tháng tiếp theo. Và mức vượt trội rất ấn tượng, tới 1% mỗi tháng, thậm chí ngay cả khi đã điều chỉnh chênh lệch thu nhập do các rủi ro khác.[232]

[232] N. Jegadeesh and S. Titman 'Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efciency', Journal of Finance 48:1 (1993).

Thật vậy, những ảnh hưởng của đầu tư theo đà đang dần phổ biến trở lại và không bị giới hạn bởi thị trường, địa điểm hoặc thời gian. Chris Geczy và Mikhail Samonov đã tiến hành cuộc nghiên cứu được gọi một cách trìu mến là "cuộc kiểm tra lại dài nhất thế giới" và thấy rằng hiệu ứng đầu tư theo đà đã tồn tại ở Mỹ từ năm 1801.[233] Dấu hiệu đầu tư theo đà có hiệu quả tốt ở Anh từ thời nữ hoàng Victoria[234] và đã chứng minh được sức ảnh hưởng cùng sự hiện diện của nó trên 40 quốc gia và hơn một chục loại tài sản![235] Vì vậy chắc chắn là tâm lý chúng ta có xu hướng hướng về đầu tư theo đà mà "lợi nhuận từ đầu tư theo đà đã trở thành một phần của thị trường kể từ khi chúng tồn tại, trước cả khi các nhà nghiên cứu coi chúng là một môn khoa học." Như tất cả các biến số tài chính xuất phát từ những khuynh hướng tâm lý vô thức của con người, dường như rất có lý khi liệt kê thêm cả đầu tư theo đà vào đó.

[233] C. Geczy and M. Samonov, 'Two Centuries of Price Return Momentum' (SSRN, 2016).

[234] B. Chabot, E. Ghysels and R. Jagannathan, 'Momentum Cycles and Limits to Arbitrage—Evidence from Victorian England and Post-Depression US Stock Markets' (NBER working paper, 2009).

[235] C.S. Asness, A. Frazzini, R. Israel and T.J. Moskowitz, 'Fact, Fiction and Momentum Investing' (SSRN, 2014).

Gia tăng sức mạnh của đầu tư theo đà ...

Đến bây giờ có thể bạn sẽ thấy mình ở ngã ba đường như tôi khi lần đầu tiên bị thuyết phục về sức mạnh của đầu tư theo đà. Một mặt, chúng ta có cả bằng chứng trực giác lẫn kinh nghiệm về sự tồn tại của nó, nhưng mặt khác, có ai lại không đồng ý với Warren Buffett chứ? Một cái nhìn sâu sắc hơn cho chúng ta biết rằng cả hai phe cho rằng "đầu tư theo đà rất tuyệt vời" và "đầu tư theo đà là bị bỏ bùa mê" đều có điểm hợp lý và bằng cách tận dụng ưu thế của cả hai phe, chúng ta sẽ có phương thức đầu tư với sức mạnh thúc đẩy ít bị suy giảm hơn là hoàn toàn đầu tư theo đà.

James O'Shaughnessy đã khảo sát thập phân vị hiệu suất của cổ phiếu có đà tăng điểm mạnh nhất trong vòng 6 tháng so với toàn bộ cổ phiếu và thấy rằng chiến lược đầu tư theo đà làm tăng tài sản ở mức 14,11% so với 10,46% của chỉ số thị trường rộng lớn hơn.[236] Tuy hơn ba điểm phần trăm không có gì quá lớn, nhưng sẽ là sự khác biệt lớn giữa giá trị danh mục đầu tư đạt gần 573 triệu USD nếu đầu tư theo đà và không quá 39 triệu USD nếu nắm giữ tất cả cổ phiếu (với cùng khoản đầu tư ban đầu là 10.000 USD vào ngày 31 tháng 12

năm 1926). O'Shaughnessy cũng nhận thấy rằng nếu đầu tư theo đà với tính nhất quán thì kết quả còn tốt hơn, có thể vượt quá chỉ số chuẩn tới 87% trong mỗi giai đoạn 5 năm.[237]

[236] O'Shaughnessy, What Works on Wall Street, p. 408.

[237] Ibid, p. 410.

Thật đơn giản! Chúng ta chỉ cần mua 10% cổ phiếu hàng đầu mỗi năm và nghỉ hưu với đống vàng lớn như của tỷ phú vịt Scrooge McDuck, đúng không? Đừng vội mừng. Nếu chỉ xét riêng đầu tư theo đà thì đó thường là một vụ cược tuyệt vời, nhưng khi đã sai, nó có thể sai lệch cả ngàn dặm. Như bạn đoán được, các cổ phiếu này thường có giá rất cao và có xu hướng ngày càng tăng cao. Kết quả là, nếu theo đuổi một chiến lược đầu tư theo đà thuần tuý có thể khiến bạn bị nghiền nát ở đỉnh điểm bong bóng đầu cơ như bong bóng công nghệ vào cuối thế kỷ này. Trong giai đoạn bùng nổ bong bóng, đầu tư theo đà gia tăng mạnh mẽ, các cổ phiếu thập phân vị hàng đầu tăng mạnh tới 42,24% từ tháng 12 năm 1995 đến tháng 2 năm 2000.[238] Tuy nhiên, trong ba năm tiếp theo, tình trạng xảy ra trái ngược hoàn toàn, cổ phiếu có đà tăng cao nhất đã mất gần một nửa giá trị - tồi tệ hơn nhiều so với chỉ số thị trường.

[238] Ibid, p. 419.

Nếu chúng ta kết hợp những kiến thức về trả giá hợp lý với chiến lược thúc đẩy thì liệu có tốt hơn so với việc chỉ đầu tư theo đà thuần tuý không? Trong *'The Interaction of Value and Momentum Strategies'*, Cliff Asness đã kiểm tra tính hiệu quả nếu kết hợp hai chiến lược đầu tư này.[239] Không quá ngạc nhiên, ông thấy rằng giữa chiến lược giá và chiến lược thúc đẩy có mối quan hệ tỷ lệ nghịch, nghĩa là cổ phiếu giá rẻ thường không có đà tăng và cổ phiếu có đà tăng thì lại không rẻ. Bằng cách phân chia cổ phiếu thành ngũ phân vị dựa trên mức độ đắt đỏ và đà tăng của chúng, Asness đã so sánh kết quả của cả hai trường hợp có phân vị tệ nhất (giá cao, đà tăng thấp) với phân vị tốt nhất (giá thấp, đà tăng cao) và đưa ra một kết quả rất đáng chú ý. Ông nhận thấy rằng danh mục đầu tư giá cao, đà tăng thấp có tỷ suất hàng năm rất đáng thất vọng 0,36% so với tỷ suất ấn tượng 19,44% hàng năm của danh mục giá thấp, đà tăng cao. Nếu kết hợp đầu tư theo đà với các nguyên tắc cơ bản là lừa gạt, vậy hãy cho tôi một cây kim và một con búp bê.

[239] C.S. Asness, 'Te Interaction of Value and Momentum Strategies', Financial Analysts Journal 53:2 (1997).

James O'Shaughnessy đã nhận xét rất chính xác, "trong tất cả quan điểm ở Phố Wall, đà tăng giá khiến các lý thuyết gia theo trường phái thị trường hiệu quả la ó ầm ĩ nhất." Ở một thế giới hoàn hảo, chúng ta chẳng có lý do gì phải trả nhiều tiền cho một doanh nghiệp vào hôm nay hơn ngày hôm qua chỉ đơn giản bởi tác động giá cả tích cực. Nhưng đây không phải là thế giới hoàn hảo, mà là Thế giới điên rồ ở phố Wall và đó là quy tắc của thế giới này.

Khi Benjamin Graham giới thiệu chiến lược đầu lọc xì gà, ông nêu ra một sự thật đơn giản nhưng không thể thay đổi được, rằng mức giá bạn trả cho một doanh nghiệp là một vấn đề rất lớn. Charlie Munger tiếp tục phát triển nền tảng này bằng cách khuyến khích Warren Buffett mua các công ty lớn với giá hợp lý. Đầu tư hành vi là việc lặp đi lặp lại di sản đáng tự hào này và nhận ra rằng trả một mức giá hợp lý cho một doanh nghiệp hoạt động tốt sẽ đạt phần thưởng xứng đáng khi người khác bắt đầu đồng ý với đánh giá của bạn.

Tóm tắt 5P

Có vô số cách đúng đắn để đầu tư hành vi dựa trên quy tắc, nguyên tắc 5P được trình bày ở đây chỉ là một ví dụ. 5P hiệu quả vì chúng được xây dựng dựa trên cơ sở nghiên cứu, đơn giản và đánh giá nền tảng cơ bản của doanh nghiệp. Phương pháp này mang đến cả hai cảm giác thông thường và thực nghiệm rằng việc mua các công ty chất lượng cao, giá rẻ là đang tuân theo quy tắc và tin tưởng vào đội ngũ quản lý sẽ có kết quả tốt hơn.

Bạn có thể cải thiện mô hình 5P bằng cách thêm các nhân tố của riêng bạn vào trong khuôn khổ RBI, nhưng nó không phải là bí truyền đáng mơ ước. Đầu tư hành vi dựa trên quy tắc có hiệu quả vì lý do rất đơn giản là thực hiện những việc nhỏ có ảnh hưởng lớn trong thời gian dài sẽ mang lại kết quả đáng kinh ngạc.

Thực hành

Suy nghĩ: "Một cổ phiếu đang tăng hoặc giảm sẽ giữ nguyên xu hướng này."

Đặt câu hỏi: "Cơ sở tương đối và tuyệt đối của sự việc này diễn ra trong sáu tháng đến một năm qua như thế nào?"

Hành động: Tự động hóa quá trình mua một danh sách tập trung các công ty có chất lượng cao, giá cả hấp dẫn đang được hưởng ứng thời gian gần đây.

PHẦN KẾT

ĐẦU TƯ HÀNH VI TRONG THẾ GIỚI NGÀY CÀNG ĐIÊN RỒ

"Bạn sẽ không thể trở thành một nhà đầu tư tài ba nếu đắm chìm trong vòng tay của đám đông."

- Seth Klarman

Edwin Lefèvre là nhà báo, nhà văn và nhà ngoại giao nổi tiếng người Colombia, được biết đến nhiều nhất qua những bài viết về văn hóa Phố Wall. Ông có tám cuốn sách nhưng cuốn nổi tiếng nhất là *Reminiscences of a Stock Operator*, một tường thuật hư cấu về tiểu sử của Jesse Livermore. Đoạn văn tôi yêu thích nhất trong kiệt tác này của Lefèvre là khoảng cách phi thường đáng nhớ giữa lý thuyết và ứng dụng trong đầu tư:

"Tôi đã nghe nói về những người tự tiêu khiển bằng cách thực hiện các hoạt động tưởng tượng trên thị trường chứng khoán để chứng minh với số tiền tưởng tượng rằng họ đã đúng thế nào. Đôi khi những con ma bài bạc có thể kiếm được hàng triệu USD. Rất dễ dàng trở thành tay cờ bạc liều lĩnh như vậy. Nó giống như câu chuyện xưa về người đàn ông sẽ có một cuộc đấu súng sống còn vào hôm sau.

Người làm chứng hỏi anh ta, "Anh bắn giỏi chứ?"

"Vâng," anh chàng đấu súng đáp, "tôi có thể bắn trúng ly rượu cách hai mươi bước chân," anh ta rất khiêm tốn.

"Cũng được đấy," người làm chứng tỏ ra không ấn tượng. "Nhưng anh có thể bắn trúng một ly rượu trong khi người cầm ly rượu đó đang chĩa khẩu súng ngắn vào tim anh không?"

Đến thời điểm này, tôi muốn hỏi bạn một chút. Bạn đã đọc những yêu cầu về hành vi của bạn để quản lý chính mình và tiền bạc. Sau khi tiếp thu được sự khôn ngoan của những nhà tư tưởng thị trường vĩ đại mà tôi thu thập ở đây, giờ bạn đã có đủ kỹ năng về mặt lý thuyết để bắn hạ những hành vi thiếu hiệu quả từ khoảng cách hai mươi bước. Vấn đề duy nhất là thị trường sẽ bắn trả.

Tôi đã cố gắng phổ biến kiến thức về tác động của hành vi lên mọi thứ từ việc quản lý rủi ro đến ra quyết định lựa chọn cổ phiếu. Trong một số lĩnh vực, loại học tập qua sách vở này là điều kiện cần và đủ để thành công. Nhưng trong đầu tư, chỉ có kiến thức thôi là chưa đủ.

Emanuel Derman đã trích dẫn ý tưởng của Friedrich Hayek, nhà kinh tế học người Áo đoạt giải Nobel về sự khác biệt giữa các ngành khoa học cứng (như về vật lý, hoá học, sinh học, địa lý, thiên văn học, ...) và các ngành khác mềm hơn như quản lý đầu tư. Derman khẳng định, "trong ngành vật lý học, chúng ta tìm hiểu kiến thức vĩ mô thông qua những kinh nghiệm cụ thể và tiến tới kiến thức vi mô thông qua trừu tượng hoá."[240] Ví dụ, những lý thuyết sớm nhất đã trình bày rằng các ý tưởng có mối liên hệ ngay lập tức với các giác quan của chúng ta (như áp suất) và cuối cùng giúp chúng ta hiểu rằng áp suất được tạo ra bởi các nguyên tử cực nhỏ. Trong các ngành khoa học cứng, quan sát vĩ mô có xu hướng mở đường cho lý thuyết hoá và khám phá ở mức độ vi mô.

[240] E. Derman, Models.Behaving.Badly.: Why Confusing Illusion with Reality Can Lead to Disaster, on Wall Street and in Life (Free Press, 2012), p. 48.

Dần trở thành ngành "vật lý hạn hẹp" (giống như tất cả các ngành khoa học xã hội - vâng, đầu tư là một ngành khoa học xã hội), những nỗ lực đầu tiên để "khoa học hoá" quản lý đầu tư bắt đầu bằng bức tranh toàn cảnh và bỏ qua những người tham gia thị trường riêng lẻ. Chính lý do này đã dẫn đến sai lầm. Như Derman nói, "vị trí trừu tượng nên đảo ngược lại là: chúng ta hiểu biết các đại lý và người chơi cá nhân từ kinh nghiệm cụ thể của bản thân và 'nền kinh tế' vĩ mô là một sự trừu tượng. Nếu cách tiếp cận chính xác là đi từ cụ thể đến trừu tượng ... thì trong ngành kinh tế học, chúng ta nên bắt đầu với các đại lý rồi tiến tới nền kinh tế và thị trường thay vì ngược lại."[241]

[241] Ibid.

Tâm lý của cá nhân - một cách trần trụi - phải là trọng tâm trong xây dựng bất kỳ phương thức đầu tư thực tế nào. Tin tốt ở đây là hành vi

sai trái của người khác sẽ liên tục và một cách hệ thống tạo cơ hội cho bạn. Tin xấu là bạn sẽ dần thích nghi với tất cả những khuynh hướng tương tự, và nếu không tuân thủ nghiêm ngặt các quy tắc, thì bạn cũng tạo ra cơ hội cho người khác.

Thực tế tất cả chúng ta đều có khuynh hướng mắc lỗi hệ thống trong suy nghĩ và hành động - là câu trả lời cho câu hỏi xuất sắc, "Tại sao công việc này lại tiến triển?" Suy cho cùng, bạn không phải là người duy nhất được tiếp cận với các nghiên cứu về tầm ảnh hưởng của việc xem xét các ý tưởng như Giá cả, Con người và Sự thúc đẩy. Nhưng tôi có thể nói một cách tự tin rằng sức mạnh của những ý tưởng này vẫn tồn tại với cùng lý do tại sao mọi người vẫn sẽ luôn ăn quá nhiều, lừa dối vợ/ chồng và sợ cá mập hơn Big Mac[242]. Nước Mỹ là một quốc gia béo phì, không phải vì thiếu phòng tập thể dục hay thông tin dinh dưỡng. Chúng ta béo vì bánh rán ngon hơn bông cải xanh. Nhà quản lý quỹ tự bảo hiểm Seth Klarman đã thừa nhận quan điểm này khi phát biểu:

[242] Một loại hamburger của McDonald

"Vậy, nếu cả nước đều trở thành nhà phân tích chứng khoán, ghi nhớ cuốn *Intelligent Investor* của Benjamin Graham và thường xuyên tham dự các cuộc họp cổ đông hàng năm của Warren Buffett, thì hầu hết mọi người sẽ thấy mình không thể cưỡng lại được sức hấp dẫn của những chào bán công khai lẫn chiến lược đầu tư theo đà và ham mê đầu tư. Mọi người vẫn thấy bị lôi cuốn vào giao dịch mua và bán trong ngày và thực hiện phân tích kỹ thuật các biểu đồ chứng khoán. Một quốc gia đầy rẫy các nhà phân tích chứng khoán vẫn phản ứng quá mức. Nói tóm lại, ngay cả các nhà đầu tư được đào tạo tốt nhất cũng sẽ mắc những sai lầm giống như nhà đầu tư thông thường bởi cùng một lý do - họ không thể làm khác được."[243]

[243] Gray and Carlisle, Quantitative Value, p. 29.

Thực tế mọi người mắc sai lầm là lợi thế lâu dài nhất của bạn trong việc tích lũy nhiều của cải hơn. Tương tự, sự thật bạn mắc sai lầm cũng là trở ngại lớn nhất cho mục tiêu giống hệt như vậy.

Nếu tính không nhất quán của con người là một trong những lý do tại sao phương pháp RBI sẽ tiếp tục thành công trong dài hạn, thì lý do thứ hai kém trực quan hơn. Cụ thể là tính chính xác, vì nó có thể thất bại trong ngắn hạn. Sẽ mất vài tháng và thậm chí vài năm chúng ta mới nhận thấy phương pháp này hiệu quả hơn bất kỳ phương pháp nào. Warren Buffett đã "mất kiểm soát" không biết bao nhiêu lần. Công thức Ma thuật của Joel Greenblatt, đè bẹp chỉ số S&P 500

trong trung và dài hạn, đã thua kém thị trường trong 3 năm liên tục và cứ 12 tháng lại có 5 tháng có hiệu suất kém kỷ lục.

Trong các giai đoạn đó, nhà đầu tư có tầm nhìn ngắn sẽ hoài nghi về hiệu quả của mô hình RBI, bỏ qua sự khôn ngoan đơn giản của nó và không áp dụng nữa.

Nếu lịch sử là một giáo viên, thì chúng ta sẽ được dạy rằng thời kỳ bùng nổ sẽ theo ngay sau đó. Như Benjamin Graham đã nhận xét, "Thật kì lạ - với cả những bộ não chuyên nghiệp trong thị trường chứng khoán - là có thể có các phương thức tuyệt đối và tương đối không được ưa chuộng. Tuy nhiên, sự nghiệp và danh tiếng của chúng ta lại được xây dựng trên chính thực tế không chắc chắn này."[244]

[244] Graham and Zweig, The Intelligent Investor, p. 380.

Nhiều nhà đầu tư lớn đã ám chỉ rằng đầu tư hành vi là một sự theo đuổi đơn độc mà những người quan tâm đến ý kiến dư luận từ chối thực hiện. Trước khi thuật ngữ tài chính hành vi ra đời, John Maynard Keynes đã nhận xét:

"Nhà đầu tư dài hạn, là người được công chúng quan tâm nhất, và cũng bị chỉ trích nhiều nhất, dù quỹ đầu tư là do các ủy ban hoặc ngân hàng quản lý. Vì nó là bản chất hành vi của anh ta nên trong mắt của người tầm thường anh ta lập dị, bất thường và liều lĩnh. Nếu thành công, điều đó chỉ xác nhận quan điểm của công chúng về tính liều lĩnh của anh ta; và nếu trong thời gian ngắn không thành công, mà chắc chắn là thế, anh ta sẽ bị dè bỉu. Sự khôn ngoan của thế giới dạy rằng tốt hơn hết là để danh tiếng thất bại theo cách thông thường còn hơn là thành công một cách khác thường."[245]

[245] J.M. Keynes, The General Theory Of Employment, Interest, And Money (CreateSpace, 2011), p. 93.

Đầu tư hành vi dựa trên quy tắc chính là điều Keynes tiên đoán đám đông sẽ hiểu lầm - một con đường độc đáo để thành công. Một vài người bạn của bạn, những người trung thành với đầu tư theo chỉ số chẳng hạn, sẽ cho rằng phương pháp RBI quá năng động với thị hiếu của họ. Mặt khác, những người khăng khăng đặt cược hết vào một cổ phiếu, sẽ thấy phương pháp kiên trì, có hệ thống của bạn quá cứng nhắc. Nhưng một chân lý trong quản lý tiền tệ cũng như ở bất kỳ khía cạnh nào của cuộc sống là một phương thức ổn định, bình thường sẽ đem đến những kết quả mãn nguyện, cho dù nó có bất thường như thế nào trong một vài thời điểm.

Đến lúc này, chúng ta đã xem xét vô số tác dụng của đầu tư hành vi nhưng lại bỏ qua lợi ích lớn nhất - chính là lợi ích không thể đo đếm được của sự tự xem xét nội tâm và phát triển cá nhân. Từ bên ngoài nhìn vào, hầu hết mọi người đều cho rằng đầu tư là một công việc rất khô khan, tàn nhẫn và chỉ quan tâm đến việc theo đuổi lợi nhuận. Nhưng khi các nhà đầu tư tài năng thực sự hiểu sâu hơn về yếu tố con người của đầu tư thì chúng không chỉ mang lại cơ hội cải tiến quy trình mà còn cải thiện cả cuộc sống. Jason Zweig đã có một bài phát biểu đầy cảm xúc với các chuyên gia đầu tư:

"Bạn sẽ làm hại chính mình, làm hại khách hàng và doanh nghiệp của bạn, nếu coi tài chính hành vi chỉ là một cửa sổ nhìn ra thế giới. Thực tế, nó cũng là một tấm gương giúp bạn soi lại bản thân. Đáng lo hơn, nó còn là một tấm gương làm nổi bật và phóng đại những mụn cơm và sự không hoàn hảo của bạn.

Tóm lại, không cần phải hết sức dũng cảm mới dám nhìn ra ngoài cửa sổ, quan sát thế giới bên dưới và đám đông ngu ngốc vô tình vấp ngã gần nơi mà họ thực sự muốn tới - trong khi bạn vẫn có thể nhìn thấy khá rõ ràng, từ vị trí tuyệt vời của bạn, con đường đơn giản và an toàn nhất để đi.

Nhưng sẽ phải rất can đảm để nhìn vào gương và giữ ổn định trong một thời gian rất, rất dài khi hình ảnh trong đó là: Người đang trừng mắt nhìn bạn luôn rơi vào bẫy của quy luật số nhỏ[246]; của thiên hướng nhận thức muộn; phản ứng quá mức; thiên hướng bó khung; kế toán nhận thức; định kiến về trạng thái hiện tại; không đánh giá được sự hối tiếc trong tương lai của bản thân, và trên hết là, thiên hướng tự tin thái quá."[247]

[246] Quy luật số nhỏ là: Nhận định các đặc tính của một quần thể chỉ dựa trên quan sát hoặc ước tính từ một lượng mẫu dữ liệu nhỏ.

[247] Zweig, 'Behavioral Finance: What Good Is It, Anyway?'.

Người Hy Lạp cổ đại tin vào thuyết địa tâm, một khái niệm mà hiện tại đã bị bác bỏ, rằng trái đất là trung tâm của vũ trụ, các hành tinh khác quay quanh nó. Trong thời cổ đại, người ta tin rằng cơ thể chứa 4 chất lỏng, máu, mật đen, mật vàng và đờm, và tình trạng sức khoẻ tốt là kết quả của sự cân bằng giữa bốn chất này. Cách đây không lâu, các bác sĩ đã dùng đỉa để "hút" máu của người ốm yếu vì cho rằng đây là chìa khóa của sự khoẻ mạnh. Trong một nỗ lực để duy trì tính khiêm tốn cá nhân và nghề nghiệp, tôi đã để một mô hình hộp sọ trong văn phòng như lời nhắc nhở về khả năng suy luận về đặc điểm và tính cách của ai đó dựa trên đường viền hộp sọ của họ. Đáng sợ

hơn là điều mà ngày nay chúng ta chắc chắn có thể vô lý đối với các thế hệ mai sau.

Giống như chúng ta đã cười nhạo các quan điểm đã lạc hậu, tôi chắc chắn rằng trong thời gian không lâu nữa, con người sẽ tự hỏi tại sao chúng ta lại phát triển các mô hình tài chính mà bằng cách nào đó không giải thích được hành vi của những người tham gia thị trường. Tôi có ba đứa con nhỏ và chúng cho tôi niềm tin mãnh liệt rằng sẽ không còn khóa học về tài chính hành vi nào nữa khi chúng lên đại học. Nếu vẫn còn, nghĩa là chúng ta sẽ vẫn bị sa lầy trong cùng một cuộc chiến tranh trí tuệ, mà những ý tưởng tuyệt vời chỉ được khám phá từ sự khác biệt bề nổi, thay vì từ điểm kết hợp của chúng. Thay vào đó, tôi hy vọng chúng sẽ học về tài chính như là một môn học phức tạp, có tính dự đoán, đôi khi rất lộn xộn mà các giáo sư tiếp cận với độ chính xác toán học, nhưng sẽ không bao giờ ảo tưởng tách biệt nó khỏi những người duy trì sự tồn tại của nó. Lồng ghép tâm lý học vào tài chính mang đến khả năng tăng cả lợi nhuận và nhận thức của chúng ta về bản thân - và đó mới chính là sự giàu có thực sự.